全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资人该如何正确解读公司财务报告?
分析师的建议暗藏何种陷阱?
员工股票分红究竟对股东有什么影响?
会计师怎样帮企业做假账?
公司治理与恶劣的企业文化有何关系?

Take on the Street

散户至上

证交会主席教你避险并反击股市黑幕

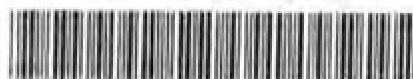
[美] 阿瑟·莱维特　葆拉·德怀尔 ◎ 著

价值投资之父
巴菲特
指定必读



中信出版社
CITIC PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958248088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





散户至上

证交会主席教你避险并反击股市黑幕

[美] 阿瑟·莱维特　葆拉·德怀尔 ◎ 著
陈剑萍　严莉 ◎ 译
李为 ◎ 审校



SB722/11

中信出版社
CITIC PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我要将此书献给我的妻子玛丽莲，还有我们的6个孙子女。在华盛顿的那段艰难的日子里，因为玛丽莲的耐心，还有她在我从工作岗位上退下来的过渡时期给我的鼓励，才使得这本书得以出版发行。

如果投资者从中受益，马特和威尔·弗里德兰、悉尼、埃玛、莫利、杰克·莱维特也会从一个更公平、更值得信赖的市场中受益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个人不可能完成一本书。这是我写的第一本书，写作的过程要比我事先想像的更具有挑战性。在这个过程中，我得到了很多人的帮助，在此我要感谢他们。我要感谢的第一位是拉塞尔·霍维茨，他是我的朋友，也是我以前的同事，在整个过程中，他是一个具有非凡创造性的参与者，他的耐心、他富于灵感的评论以及他对投资者利益的关注，对我的帮助都是无价的。无论我怎么感谢他都不为过。

哈维·戈德斯米德也给予了我很大的帮助。很多次我都要向他咨询证券法方面的知识。他认真地看了这本书的大部分内容并给予了评论。乔·隆巴德在市场结构方面、林恩·特纳在会计方面也都给了我很多帮助。格雷格·科森和吉姆·格拉斯曼是我所认识的人中最富有创造性的思想者，很感激他们在每次我需要帮助的时候都可以提供支持。伦尼·萨克斯的市场感觉很灵敏，他的建议和概念性的提示让这本书更有价值。丹·塔利是我多年的朋友，在平衡投资者关系方面，他是我的引导者。还有很多其他值得我感激和尊敬的人也阅读了这本书的某些章节，并应我的请求给予了评论，他们是鲍勃德纳姆、霍尔曼·詹金斯、查利·芒格、布伦特·贝尔德、卡尔、赫尔曼·鲍曼。

我尤其要感谢的是沃伦·巴菲特，他的帮助让我在阐述经纪人的酬金、共同基金、公司治理结构这些主题时能够切中要害，而且他不厌其烦地随时为我提供帮助。他一直是最热心、最具道德感的公共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利益倡导者，美国市场从他的思想中获益匪浅。

离开证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，简称SEC）后，以前很多支持我的助手仍以无比的真诚祝福我，并继续为我提供咨询。许多人毫不吝啬他们的时间。在此我要感谢简·亚当、特蕾茜·阿伦森、尼克·巴拉玛斯、巴里·巴巴斯、戴维·贝克尔、鲍勃·科尔比、卡丽·德怀尔、里奇·林赛、比尔·麦克卢卡斯、安妮特·纳扎瑞斯、苏珊·奥克斯、劳瑞·理查德、保尔·罗伊、詹妮佛·斯卡的诺、米歇尔·施莱恩、南茜·史密斯、迈克·萨顿、马克·特里尼、克立斯·厄尔曼、迪克·沃克。

能有卡罗尔·莫罗作为我的行政助手是件很幸运的事。她为我制定日常作息计划，因此我才能每天按部就班地工作。我很感谢她。

我的合作者，葆拉·德怀尔，同意与我一起写这本书。她关于证券交易委员会、证券业、政治环境方面的知识有着独特的视角和不可替代的作用。不仅如此，她的公平竞争、冷静决策和合理判断的意识还赢得了我的信任，给了我信心。

埃罗尔·麦克唐纳是这本书的编辑，从一开始就给了我极大的支持。我经常会怀疑怎样才能写出一本书，来帮助成千上万的美国投资者了解到更多的圈套——这些圈套有可能降低他们投资成功的几率。每当这时，他的鼓励和判断帮我消除了这些疑虑。埃罗尔·麦克唐纳帮我分析保护投资者方面的困扰，帮我集中精力凝练观点，为投资者制定更标准化的竞赛规则。对于他所信仰的事物和信任的人，他是一个耐心、投入、富于激情的倡议者。我很满意我们的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序
以投资者的利益为己任

阿瑟·莱维特是克林顿时期的美国证券交易委员会主席，历经两届，任职8年，是证券交易委员会历任主席中任职最长的一位。在职期间，他始终将投资者的利益视为最高利益。他为证券交易委员会创立了投资者教育和维权办公室，创建了证券交易委员会国际互联网站，使投资者可以免费获取上市公司的信息和数据，获取许多投资者教育和保护的信息。他的足迹几乎踏遍全美国，从东海岸到西海岸。他亲自举办了40多场城区会议，与投资者面对面交流，倾听他们的声音。他在一次面对投资者的演讲中曾这样说道："我今天到此，不仅仅是提供帮助，而且要求你们给予帮助；不仅仅是给你们忠告，面且希望接受你们的忠告；不仅仅是演讲，而且是来倾听。我期望倾听你们对我们证券市场的看法，我希望通过你们的参与将它建设得更好。当我们讨论了所有的问题、解决了所有的问题，美国证券交易委员会的职能便与规则或监管无关了。它的职能将只关系到辛勤的民众对更好的生活——买新房、送子女上大学、享受有尊严的退休生活、实施非常需要的度假计划的追求。这也是美国的承诺，要帮助美国实现这一承诺就要成为受教育的投资者。"

莱维特主席长期以来的最大心愿之一是为投资者写一本投资者教育的书。这个心愿在他挂冠一年后终于完成了。他为所有的股市投资者，特别是个人投资者奉上了他的著作。他这本书以自传体形式讲述了他所了解的美国资本市场，他作为投资者、作为券商、作为交易所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

董事长、作为美国证券交易委员会主席所了解的资本市场。他告诉投资者在进入股市之初如何选择股票经纪人；告诉投资者如何认识基金产品和基金销售；告诉投资者分析师与上市公司之间的利害关系，审计师、会计师、律师执业观念与态度对投资者切身利益的影响；告诉投资者协会与交易所的规章制度是否损害了他们的利益，投资者在保护自己的切身利益时如何与各利益集团做斗争。

这本书对投资者教育与保护有着多重意义。这是自有股市以来，美国股市最高监管机构里第一位证券交易委员会主席第一次为投资者写的专著。它是投资者的朋友，是进入股市的教科书，是投资避险的防身利器，是开启投资智慧的宝典，是投资者致富的指南。

在莱维特主席任职的8年中，虽然美国股市一直维持着牛市，但他仍然坚韧执著地为保护投资者的利益努力奋斗着。书中讲述他所挑起的两大战争都是为投资者而战的，没有硝烟却激烈异常、艰苦卓绝、阻力重重。第一场战争以证券交易委员会推出并实施了《公平披露原则》而告胜，结局是美国的投资者可以在同一时间与分析师、券商们公平地获取信息、分享信息。第二场战争他腹背受敌，没有打胜，似乎以妥协而告终，但他通过为投资者而呐喊、而抗争，在一定程度上也捍卫了投资者的利益。他准确预言了安然丑闻以及此后多家公司的财务丑闻。他一针见血、毫不留情地抨击了美国的审计师、会计师的执业独立性问题，从而引发了美国会计师行业的变革与革命，使美国推出了著名的《萨班斯-奥克斯莱法案》，该法案对美国及全世界的证券市场产生了重大而深远的影响。全美国、全世界的投资者都将受益于该法案。

阿瑟·莱维特的个人经历十分丰富而又富有传奇色彩。他的家庭并不富裕，母亲是普通教师，父亲是公务员。他没有进入一流的大学，他的学校在美国名不见经传。在大学最初他的专业似乎与证券毫无瓜葛，他学的是戏剧专业。他当过兵，做过杂志编辑，办过报纸，在堪萨斯城做过卖牛的生意。5年后，一个很偶然的机会进入了证券业。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一位客户的女婿要办证券公司，拉他合伙："阿瑟，既然你能卖牛，那么或许你也能销售股票。"他当时年轻，充满了理想，想在华尔街出人头地。第一次成为股票经纪人是在1963年。他所经营的小证券公司成为日后知名的花旗集团。他在华尔街奋斗了16年。进入证券交易委员会前，他已成为全美最大的投资银行的执行总裁，并在美国纽约交易所董事长的位置上稳坐了12年。离开证券交易委员会后，他成为多家著名公司的私人顾问和董事，并为美国的著名信息公司——彭博公司的一份电子杂志做主编。这份杂志为股票投资人做咨询和顾问，他在这里又找到了为投资者服务的平台，这是他此生最大的快乐。

今年夏天，中信出版社找我审校他的著作时，我毫不犹豫地接受了。因为能传播他的理念与思想是我的一个理想，让中国的投资者了解莱维特也是他本人的一个愿望。

早在1994年进入中国证监会之初，我便注意到莱维特的演讲词了。那是他刚刚荣任美国证券交易委员会主席的第二年。以后在中国证监会工作的近10年中，出于对莱维特主席监管理念与文笔的喜爱，也得益于徐雅萍博士的督促与鼓励，我与同事陈舜博士在工作之余翻译发表了他许多的演讲稿，加在一起可出一本集子了。他的近百篇演讲几乎每篇都提及投资者教育与保护。他的文笔优美，有着哲学家的深刻、政治家的敏锐、思想家的犀利、诗人的激情。我们常常被他的精神所感动，被他的责任感和执著所打动。我们的翻译得到过证监会几任领导的肯定与支持。其中有中国证监会第一任主席刘鸿儒先生、证监会前任主席王益先生、证监会前任副主席高西庆先生、证监会前任主席助理汪建熙先生。刘鸿儒先生在任时莱维特主席曾到中国拜访过，中国公司首次在美国资本市场上市时，刘鸿儒先生也去美国与莱维特会晤过。刘鸿儒先生在指导我做《国际资本市场信息监管》的博士论文时，使我有机会走进莱维特的精神世界。刘鸿儒先生特别推崇的就是莱维特的以投资者的利益为己任的精神。时任中国证监会主席助理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（主管国际业务）的汪建熙先生，曾将我们的翻译工作介绍给美国证券交易委员会国际部。高西庆先生帮助我与莱维特先生建立了直接的联系。莱维特先生很高兴我们向中国的投资者介绍他，他也同意为他的演讲翻译文集写序。当他的这本专著在美国出版后，他曾鼓励我翻译此书。我因忙于工作将此事放了很长时间。后来，中信出版社找到我，我才又投入其中。

该书原版出版于2002年。台湾中文版漏译之处较多，虽略有文采，但行文用语多不适合大陆读者。此版中文稿的第一译者陈剑萍的译文平实质朴，忠实原文，完好地译出了莱维特主席关于投资者利益高于一切的思想和理念。然而翻译与审校时间仓促，许多地方尚有暇疵，请广大读者多多谅解。

中国股市较之美国股市在发展初期虽然跳跃了许多年，但是投资者对股市信心的重建与恢复是每一阶段都会经历的。在中国股市的初级阶段，投资者更需要了解投资风险，懂得保护自己的途径和方式。本书对中国投资者无疑极具价值和意义。希望中国7 000万股民都能读到它。

中国股市的未来如何？让我们用英国著名诗人雪莱《西风颂》中的名句来作答：“如果冬天已经来了，春天还会远么？”

最后感谢中信出版社的编辑蒋蕾与李耀女士，她们为本书的出版花费了许多心血，也由于有她们的努力，才使中国股市的投资者得以获得莱维特主席为投资者奉献一生的精神财富。

李为

于北京金融街中国证监会

2004年12月5日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1963年，我首次成为一名经纪人，在此后的多年中，我的母亲多萝茜，一直是我最难应付的一个客户。她在纽约布鲁克林从事教育工作长达38年之久。他们那一代人经历过20世纪30年代的经济大危机，因此，我母亲和她的许多同龄人一样，对股票市场有着出自本能的不信任。也正因为如此，她投资于市政公债。不仅因为市政公债的安全性高，也因为这种债券的交易不收手续费，这是她经常提到的一点。我始终没有办法让她信服，从经纪公司购买证券获得的利润可能要远远多于交易中付出的普通佣金。有时候，我想如果由其他任何一个经纪人向我母亲提供咨询，她可能会比较容易被说服。她与其他很多投资者不同，比较注重交易细节，而有些投资者即使到现在也不理解经纪人取得报酬的方式，也不明白经纪人推荐买卖某种股票或债券的原因。

我在布鲁克林的克荣黑茨地区长大。我和父母以及祖父母住在一所朴实的褐色房子里，我祖父母是正统的犹太移民。我们总是在厨房里一张铺有防油布的金属桌上吃饭，席间的话题多集中在减少支出方面——比较特洛伊大街库什纳家用商店和奥尔班尼沃尔堡穆家用商店的东西哪家更便宜一些，但话题常常会转向政治。祖父波普的观点大部分都在对政治进行抨击，换句话说，他认为“社会学家是腐败的”、“政治家是虚伪的”。我觉得他的观点很有趣，但在我的印象里比较深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刻的，是父亲相对而言比较平和的看法。

父亲在政治方而最推崇的观点就是民主，但他对财政的看法却相当保守。作为美国民主党候选人，他先后6次被选为纽约州的审计官，除此之外，他与政党政治毫无瓜葛。他担任纽约州高达几十亿美元的养老基金的保管员一职长达24年之久，基金属于成千上万的公职人员，包括像我母亲这样的老师。在我们吃饭席间的谈话中，依靠领取养老金为生的这些人的权利，民主、共和两党政治家们侵吞国家养老基金的企图，常常是我们讨论的主要内容。无论是民主党还是共和党执政，父亲都竭尽全力维护他的独立性，把纽约州退休人员的利益放在他考虑一切问题的首位。

我永远也不会忘记他在奥尔班尼纽约国会大厦碰到梅奥·埃德·科克（Mayor Ed Koch）的那一天。那是在1978年，纽约刚刚勉强度过了3年前的破产危机，却又面临着另一个财政危机。对市长来说，动用退休基金是摆脱困境的惟一办法，但是我父亲拒绝了他的议案。当时梅奥走近我父亲，指着我父亲恐吓说："如果纽约垮了，责任全在你！"这句话让我父亲很沮丧，也因此受了打击，以至于好几个小时他都说不出话来。只有他最亲密的同事知道这件事。令人欣慰的是，他从中恢复过来。由于父亲在保护退休基金问题上的坚决态度，纽约在国会同意为市政公债做担保时才获得了它需要的资金。从这件事我意识到，凡涉及到保护投资者的问题，没有哪一个政党会像一个诚实的公职人员那样有道德底线。

20世纪50年代末60年代初，我把牛和牧场卖给那些想以合法手段来减免所得税的富人，也就是那个时候，我开始接触到高层的财政和政治。60年代，国家税务机构计划要取消这一能带来合法收益的减免所得税的措施。当时我加人国家农场主协会反对这一决定，在白宫筹款委员会举行的听证会上，我和委员会主席——以强硬著称的威尔伯争论说，降低农场主的税收收益会导致他们生产积极性下降，牛肉产量的下降会导致牛肉价格的上涨，最后的结果是不可挽回地损害美国消费者的利益。现在回忆来看，那是一场似是而非的争论，但也让我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道了，在华盛顿议会外的说客所惯用的手法，就是打着公共利益的旗号来掩盖他们的商业利益，并在之后密切关注与己休戚相关的利益。

有一天，我拜访Kimberly-Clark的一位高级官员M·彼得·施韦策（M.Peter Schweitzer）时，生活发生了戏剧性的变化，他对我说："既然你能卖牛，那么或许你也能销售股票。"他告诉我说他的女婿阿瑟·卡特（Arthur Carter）正在和朋友筹备建立一家经纪人公司，要寻找合适的合伙人。于是，我和卡特见了面并签了协议。

目前，我的合伙人中，卡特是《纽约观察家报》（*New York Observer*）的所有者，罗杰·伯林德（Roger Berlind）是百老汇成功的出品人，桑迪·韦尔（Sandy Weill）是花旗集团的主席。当时我们都很年轻，是一群雄心勃勃的中产阶级出身的犹太青年，想要在具有特殊优势的行业一展拳脚。刚开始的时候，客户主要是小额投资者。我们在寻找企业认购股票和债券的过程中，渐渐了解了在华尔街开办公司的内情和外部要具备的条件。那些年中，我主要是和成千上万的小额投资者打交道，最初的身份是经纪人，后来是希尔森证券经纪公司（Shearson Hayden Stone）的主席，"希尔森"是后来合伙公司经历一系列并购后的新名称。1978年我离开时，它已经是全美最大的经纪人公司之一，后来成为花旗集团的一部分。

我领会作为一名经纪人的技巧之后，就开始全心全意为我的客户服务，并留心买人卖出交易是如何影响公司利润的。我所知道的大部分经纪人都是很敬业、很诚实、很聪明的商人，但他们最初的动力来自于按交易数量而不是按客户投资组合运营状况来计酬的报酬体系。在这种体系下，如果市场行情很糟，那么即使最好的方案也不能增加客户的收益，然而经纪人还是会推荐一些存在问题的交易给客户。

举例来说，证券的二次发行（已上市的公司因为需要更多的资金而再次发行股票的活动）从客户那里收取的佣金是普通发行活动所收取佣金的5倍。第一次发行100股每股定价40美元的AT&T（美国电报电话公司）股份，佣金是股票发行总额的1%，即40美元；第二次以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相同价格代理发行相同数量的AT&T股票，得到的佣金是5%，即200美元。在二次发行之前的一个月或一周之前，我们可能已经买入AT&T股票。为什么在二次发行后的某一天我们突然觉得AT&T股票如此有吸引力，而卖力地向投资者推荐买入？原因很简单，那就是对自己利益的关心。

在公司全力以赴开展新业务的同时，我主要的工作就是拜访纽约的代理商和分布在全美范围内的团体机构，以获得管理市政公债的发行、配给、认购等各方面业务的资格。当然，这种资格可以为我们赚钱。有许多次，我听说潜在的承销商要想进入市政债券的承销名单是有交换条件的，就是要在市长或州长的竞选筹资人那里购买餐券。这一经历让我在1994年第一次产生了从市政公债交易中剔除“付费拉单”（pay-to-play）的想法。

当我向正在考虑公开发行的公司招揽投资银行业务时，我提到了“零售渠道”和“分析师的建议”对于“证券承销业务顺利进行”至关重要这一事实。“零售渠道”意味着销售经理施压于销售人员去推销证券承销业务。事实常常是这样的，地方经理所得到的红利与他完成承销业务的能力直接相关，而未来“热门股票”代理发行的分配也是基于销售人员推销公司推向市场的“股票”的能力进行的。当然，分析师的报告总是看好的。在我从业的这些年中，我想不起来哪些分析师给出的是卖出的建议（当然一定是有的）。

我还了解到，首席执行官只关心股票的价格，公司的长期发展被排除在他们的考虑之外。为了说服经纪人销售更多的股票给客户，公司核心人物会把一些投资大众尚不知晓的信息透露给销售和研发部门。

同时，我还听到许多散户议论说“大户比公众更早得到内部消息”，“散户永远跑不过大机构投资者和内部人士”。我所能够看到的只是冰山一角。股评家、经纪人、上市公司之间不正常的关系网在未来的几十年中会恶化下去，结束这种局面是我在证券交易委员会的首要目标。

在为自己能为美国最大最著名的经纪人公司和投资银行公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成立出了一份力而自豪的时候（那时我和大部分合伙人及同事的关系都很友好），我越来越看不惯带有误导和欺骗性质的操作和态度。1972年，在一场题为“利润和职业道德”的演讲中，我公开对此表示反对。在合伙人提出异议的情况下，我号召证券业的从业人员在质量和数量之间做出权衡——经纪人应该以客户的实际收益为准来计酬，而不是以账户交易次数来计酬。我的看法引起了一些反响，但很快就被淡忘。在之后的20年中，这些话题依然困扰着我。我有抱负但没有施展的舞台。

实施这一抱负最理想的舞台莫过于能成为证券交易委员会的主席。如果有机会，我会毫不犹豫地接受它。1992年，克林顿总统上任6个月后，委任我担任此职务。到那时为止，我已经在证券公司担任了16年执行官——在美国证券交易所任董事长12年，作为国会一份报纸的发行人有4年。我认为自己被委任的原因是这些年中在华尔街和华盛顿积累的丰富经验，但是我猜想在提名大会之前，我作为在纽约为克林顿举行餐会的22名联名主席之一为其筹到75万美元，在这位总统的核心集团中也起了不小的作用。第一次得知我是候选人的消息，不是从白宫里的人那里听说的，而是从《华尔街日报》看到的。克林顿政府里熟知内幕的人没有就我所主张的政策措施与我而谈，也没有人问我对于这个工作是否有兴趣。

从我被任命的那天起，我就视保护个人投资者为使命。我想用非党派的客观的方式来寻求一些变化。我在华尔街度过了28年，十分熟悉里面的文化。事实上，华尔街有两种互相冲突的文化理念。一种以职业道德、诚信、经纪人精神为核心，在这种文化氛围、理念里没有个人投资者，市场就无法有效地运作。另一种文化则由利益、欺诈、关联交易行为三者的冲突来驱动，它把华尔街的短期利益凌驾于投资者的利益之上。让人遗憾的是，这两种文化理念相比较，往往是后者遮蔽了前者，占据了上风。

1993年7月，我正式上任到证券交易委员会工作。那个时候，美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国股市行情看涨，牛市已经持续了3年。而且看情形，未来7年还会保持牛市的态势。个人投资者以空前的规模和热情进入股市。从表面上看，一切良好，但华尔街和美国上市公司的很多现状让我感到不安。举例来说，许多首席执行官对股价的关注胜过对公司经营状况的关注。从技术层面上讲，所有的公司都遵循会计准则，但实际上，他们总是尽可能少地向外界披露真实的经营业绩。据称，独立的会计师事务所也和客户勾结起来，试图削弱会计准则的约束作用。如果这样还达不到目的的话，会计师事务所宁愿与客户同流合污——用数字帮助公司掩盖其真实的经营状况。1993年，会计师事务所1/3的收入是由管理咨询业务带来的，在接下来的6年中，这个比例增加至51%。从中我们很容易得出一个结论：审计师的角色已经不再是原有的监管者，而是公司管理层的合伙人。

首席执行官和首席财务官深知，通过拍股评家的马屁可以间接地控制股价。有些首席执行官就和他们选中的股评家进行交易，他们向股评家提供收入和产品发展方面的信息，股评家就写些对他们公司有利的评论作为回报。这些有选择的信息会传到机构投资者——共同基金、养老基金，还有经纪人那里，这样，他们又可以向客户推荐这些公司的股票，让客户进行数量可观的交易。股评家因帮助公司赢得投资银行业务而获得的报酬，远远大于其研究成果能获得的报酬。他们之间这种可怕的联盟，可以为股评家带来收入，但对投资者却毫无益处可言。

共同基金和养老基金能比个人投资者更早地获得有用的信息。由于机构投资的规模性，在买卖证券时，机构投资者能得到更好的服务和更优惠的价格。共同基金成功地把自己装扮为投资者的朋友，其实共同基金是通过一系列令人迷惑的费用安排，用其独有的更微妙的办法把钱从投资者那里拿了过来。基金公司用数十亿美元的广告费用宣传的是以往的业绩，而不是让投资者了解一些更重要的因素（诸如费用、税收、投资周转率等）对其收益的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在任职美国证券交易所（American Stock Exchange）主席的12年中，我了解到许多投资者对股票市场的运作方式一无所知。在纳斯达克市场上，因为交易商的串通行为，投资者一年要损失10亿美元，在纽约证券交易所（NYSE），由场内经纪人、特种经纪人和上市公司制定游戏规则，目的是为了保护他们自己的特权，有时甚至以牺牲投资者的利益为代价。这就是为什么纽约证券交易所要抵制国会几年前做出的把所有的市场连为一体，以形成一个真正公开竞争的全美统一市场体系的决定的原因。

个人投资者意识不到华尔街的这一面，他们是这些长期冲突的受害者。我并不是孤军奋战的，弗兰克·扎布（Frank Zarb），我在希尔森的同事，后来成为全美证券交易商协会（National Association of Securities Dealers，简称NASD）的主席，他第一个鼓励我着手解决市政公债市场中的“付费拉单”问题。早在我任职于证券交易委员会之前，我就和美林证券公司（Merrill Lynch & Co.）的主席丹·塔利（Dan Tully）讨论了我所看到的经纪人佣金问题。上任不久，就有几位首席执行官请求我结束某些公司向股评家泄露信息的不体面的做法，股评家也写信给我揭露已成为华尔街惯例的信息泄露情况。他们都希望我能改变这种局面，虽然他们都是受益者。我在证券交易委员会用了将近8年的时间来矫正这种失调的局面。

很快我就知道了当时很多人对我抱着一种怀疑态度。在证券交易委员会内部，高级工作人员视我为一个纽约的阔佬，之所以能得到这份工作，是因为给克林顿竞选捐了一大笔钱。他们认为我是证券业的雇佣骗子。在国会大厦，把证券交易委员会看做是自己势力范围的亲消费者的那些法规制定者，对我也处处提防。在我按照礼节打电话给密歇根民主党代表约翰（其下属的委员会对证券交易委员会履行监管之职）时，他给我的赠言是：“阿瑟，我担心你镇不住这些混蛋。”

在金融服务行业，我的当职是一个受人欢迎的消息，但原因却不是我想的那样。某种程度上，我被他们当做一个舆论的协调人——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个站在中间立场寻求折中的解决方案，并且不会坚持太久的人。我猜想，他们认为可以控制我。

现在我的抱负有了施展的舞台了，但是这并不意味着我可以做我想做的。我首先要增强自己的政治资本。许多商人都不能成功地完成从首席执行官到华盛顿官员的转变，在任期内惨淡经营几年之后，无所作为。我一定不让自己重蹈覆辙。

和典型的首席执行官相比，我有几个优势。在美国证券交易所工作时，我曾组织了美国商会，这是一个由发展前景良好的公司的首席执行官组成的团体，主要进行研究和协调工作。美国证券交易所在所有的成员中是最突出的一个。每次到华盛顿旅游，我都要带领商会成员同国会成员、内阁官员会面，和总统也每年举行一次会谈。这个组织是无党派的，在民主党和共和党的行政部门都很有影响力。

从这些经历中我知道了华盛顿互相依存的本性。同代表美国政治精英的著名人物接近和打交道的能力，对首席执行官具有莫大的吸引力。政治家反过来把会谈作为筹集资金的机会。白宫的官员们则从中寻找机会协调商业团体之间的利益以实现政策目标。

为期4年的《点名报》(*Roll Call*)所有者的身份使我了解了华盛顿约定俗成的规矩。《点名报》是惟一一家被授权报道国会的报纸，因此我有机会接触很多立法人员和他们的助手。后来在证券交易委员会任职的时候，也和他们中的很多人打过交道。更重要的是，我从中还知道了怎么能让立法程序顺利进行下去——向谁施压，在不考虑政党派别的情况下，怎样寻找与法规制定者的共同点。

当我来到华盛顿的时候，我对权力中心的运作情况已经了然于胸。然而，当我开始施展抱负的时候，却发现了以前被我忽视的一点，即华尔街和上市公司联合起来阻挠改革的能力。国会以共和党为主导，共和党、民主党两大利益集团起初都想拉拢我，但是当这不起作用时，他们就转而把矛头对准了我。

这种情况首先发生在股票期权问题上。我在证券交易委员会的第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一年，1/3的时间用来和企业领导进行会谈。这些企业反对财务会计准则委员会（Financial Accounting Standards Board，简称FASB），认为如果财务会计准则委员会制定的准则一旦被通过，公司股票期权在损益报表中就要作为费用来反映。很多公司的收入就会减少，进而影响公司的股价。但这样一来，也能让毫无疑虑的投资者了解股票期权的真实成本。许多首席执行官和说客来到办公室要求我停止这项议案。同时他们潮水般地涌向国会大厦，得到了法规制定者的支持，而法规制定者并没有静下心来仔细想想该议案和议题的复杂性。在这么多人反对的情况下，我有些害怕，建议财务会计准则委员会放弃原来的主张。这是我在任期内犯的惟一的一个，也是最大的一个错误。

从那时开始，我和商会、华尔街发生了很多次的冲突。与此同时，股市升至令人难以相信的程度。在线交易变得无所顾忌，成千上万的中产阶级认为股票投资是万无一失、只赚不赔的。他们冲动入市，许多人的投资决策依赖财经新闻节目，而这些节目中的投资建议几乎都是“买入”。日交易者聚集在设有终端机的下单室，这里提供的交易技巧与其说是投资策略，倒不如说是赌博游戏。有些投资者甚至根据网络聊天室里的帖子来进行交易，然而这些信息简直就像是洗手间里的乱写乱画。投资者抢购首次公开发行的股票，而对于发行股票的公司的情况，除了股评家们说的“是下一个新事物”之外，别无所知。投资者不知道的是，许多股评家都是在为和他们自己的公司有资金业务往来的公司做秀。公司的执行官也用短期的业绩来满足市场的预期，这样可以保持股票的高价位，从中他们可以通过兑现股票期权来获得更大的收益。

当我们试图禁止这些花招时，便会承受企业无所不能的影响力。经济飞速发展、市场行情看涨，以及投资者对于共同基金和在线交易的满意态度，使我们难以实施我们的监管理念。我曾经的预言——牛市不会永远持续下去，牛市掩盖了很多罪恶，当时并没有成为现实。华尔街视我为“胆小鬼”，法规制定者也不再相信我的话，甚至于根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本不想听我说话，还有一些人的态度十分不友好。

我逐渐领会到，企业一旦对证券交易委员会的举动不满，就会采取一定的模式表现出来。麻烦首先表现在证券交易委员会的部门负责人和国会监管部门助理人员的工作讨论中，委员会主席的礼节性信件则是冲突开始的象征。在听证会、新闻发布会之后是面对面的会谈，最后发展为一场持久的、两败俱伤的战争。

例如，财务会计准则委员会想要禁止公司之间泛滥的合并业务。硅谷的两个大人物，思科（Cisco Systems Inc.）的首席执行官约翰·钱伯斯（John Chambers）和风险投资家约翰·多尔（John Doerr）试图说服我阻止财务会计准则委员会的议案。遭到拒绝后，他们威胁说要通过在白宫和国会的朋友让我屈服。当我计划制定新的规则来确保审计师保持相对于公司客户的独立性时，立刻就有50名国会成员写来措辞激烈的信件进行非难。在和五大会计师事务所（普华永道、德勤、毕马威、安永、安达信）就新的独立原则进行协商的最后几天里，立法者经常打电话给我，要么是试图让协调达成他们想要的结果，要么威胁我说他们不会接受这个结果。尤其是路易斯安纳州共和党人比利·塔日恩（Billy Tauzin），竟然自作主张声称自己是会计师，以会计师的身份亲自参与协商。刚刚开始着手调查纳斯达克市场的交易定价系统时，代表汤姆·布莱利（Tom Bliley）就打电话说我偏离了主题，弗吉尼亚州共和党代表也随着监管证券交易委员会的众议院商业委员会主席态度的变化而摇摆不定。不过当我告诉他纳斯达克市场有可能变成一个犯罪场所时，他选择了退出。

新闻报道在某种程度上对缩小公共利益分配的差距会起到一定的作用。改变并保持公司公众利益均衡的惟一出路，是确保媒体在明了现状的基础上进行报道。没有消息灵通的新闻媒体，证券交易委员会在与全美证券交易商协会、纽约证券交易所以及市政公债市场之间发生纠纷时，就不会取得胜利，也就不可能采纳新的规则确保审计师的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独立性，并禁止信息不正当的泄露。我仍然记得很多被新闻调查公诸于众的不体面操作在公共道德面前不得不被取消的实例。

然而，庞大的个人投资者队伍虽然在不断地壮大，但是却缺少核心、方向和领导，因此也就不能给华盛顿决策者们施加更大的影响。我经常思考怎样授权这支不断壮大的队伍，以使经济、道德、政治路线有机地结合起来。政治家在政治领域无论扮演什么样的角色，都希望得到人民的力量。如果成千上万的投资者支持他们的话，他们也会对政策建议做出有利的反应。推动普通投资者的利益不仅具有政策层面的意义，而且也有政治方面的意义。

我决定通过市政府会议亲自和个人投资者打交道，走到他们中间，一起谈论证券交易委员会的议案，提出基本的投资建议并允许出席者提问。和我一起的还有共同基金和其他贸易团体的代表，这样他们也能了解投资者的想法。最后，这样的会议总共举行了43次，大都是在立法者所在的州和地区，因为立法者任职的立法委员会对证券交易委员会来说至关重要，这样一来，就能保证讨论会的举行能够得到我所需要的参议员和国会成员的支持。

证券交易委员会第一个成立了投资者培训中心，为投资者提供了大量有用的信息。例如，追高入市的风险，计算共同基金投资费用对投资收益影响的方法等。在此之前，证券交易委员会还主动出击，进行了名为“通俗英语”的活动，帮助投资者理解公司在证券交易委员会文件中复杂难懂的术语。除此之外，我还毫不犹豫地使用报纸专栏来解释、推动，有时甚至是揭露、阻止上市公司和华尔街损害投资者利益的行为。

我从证券交易委员会退休时，仍然有很多工作有待去做。那个时候，我认为个人投资者和华尔街都至少能比以前更好地理解他们的责任和权利。而且，通过取缔一些违规操作，我也做出了成绩。接着，以安然公司为首爆出了一系列的公司财务丑闻。安然的倒闭是有很多方面原因的：不端正的态度、不规范的操作，以及我任职

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券交易委员会时试图要解决的华尔街和公司之间的冲突。一切迹象表明，我所担心的可能会发生的事情的的确确全部发生了——而且就在一家公司内部。

安然公司通过使用会计技巧剔除报表中的负债和掩盖不良资产来增加收入。安然的财务报表不但不能反映已初露端倪的风险，反而极其晦涩难懂，审计师也粉饰安然的账外资产合伙做假账，这一切最终导致了安然的倒闭。大部分股评家在不能解释报表的情况下，也参与进来向股民推荐买入安然的股票，因为这些股评家所在公司的投资银行部门被安然支付的巨额手续费所诱惑，负责出售安然的债务和股权。

安然管理层的花言巧语把股价推向了从未有过的高价位。这样他们就能通过兑现股票期权从中获得数以百万计的利益。经纪人为了佣金收入把股份卖给不知情的客户，一旦安然宣布破产，这些投资者的损失几乎高达数十亿美元。纵观全局，安然反应迟钝的董事会、疏忽怠慢的审计委员会，都没有看到问题的所在。

安然丑闻爆出8个月之后，世界通讯公司（WorldCom Inc.）披露有40亿美元的费用没有在报表中按规定处理。以此为序幕，揭开了从爱迪菲尔传播公司（Adelphia Communications）到环球电讯（Global Grossing）再到泰科国际（Tyco International）的一系列会计丑闻。正如公司丑闻大规模爆发那样，要求制定新的法律、新的证券交易委员会规则和道德准则的呼声也越来越高。最大的问题在于投资者的信心。2002年7月中旬，道琼斯指数从2000年的最高点下跌了28%，纳斯达克市场的跌幅更高达70%。议会外的说客起初想阻止会计制度改革，但是国会除了采取行动之外已经别无选择。2002年夏，立法者开始着手制定新的会计监管体系，使用新的审计标准，以此对审计公司进行调查和约束。尽管国会采取了亡羊补牢的改革措施，但是真正关心个人投资者利益胜过其赞助利益的立法者却寥寥无几。国会发布的旨在保护重大投资者利益的法规——1933年的《证券法》，是适应1929年股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票市场崩溃的状况制定的，和现存的要削弱证券交易委员会作用的立法没有什么共同点。

值得一提的还有公司治理结构的严重失误。这表明独立董事要发挥更大的作用，尤其是那些在委员会任职的有权决定经理人员薪金、监管审计工作情况的人员要发挥更大的作用。公司审计委员会是保护投资者利益的最后一道同时也是最关键的防线，它必须就很多方面提出问题，检查公司财务报表和信息披露的真实性，在必要时聘用自己的专家。审计委员会也要严格限制审计师为公司做咨询工作的类型和数量，这是减少利益冲突的一条确实可行的道路，因为如果公司向会计师事务所支付的咨询费比审计费用高得多，就会不可避免地产生利益冲突。

在安然事件之后的好消息，是很多积极有利的措施纷纷出台。证券交易所制定了更严格的上市标准，这些标准要求公司管理人员对股东承担更多的义务。证券交易委员会也制定了新的规则以保证股东能及时得到更可靠的信息。2002年中期，立法委员会推迟了建立会计监管委员会的决定，然而该会计监管委员会最终仍会取代审计事务所的自我监管职责。最积极的变化不是由新的法律和新的法规规定的，而是应投资者的要求做出的。在养老基金、共同基金这些机构的要求下，公司收入报告中披露的信息更详细，并允许股东投票表决是否授予股票期权。一些公司也做出不再聘用本公司内部审计师做咨询的决定。许多投资者对于使用冒险的会计方法进行核算的公司，尤其是那些使用导致安然倒闭的账外报表方法的公司所发行的股票不再有兴趣。

德莫尼斯的农场主、科拉加贝尔的老师、锡拉库扎的卡车司机，在保持信息公开披露、数字的真实、资料的明晰、监管体系的警醒方面，有着共同的利益。但在防范欺诈方面，监管者也提供不了绝对有效的保护。制定法律的初衷绝对不是欺骗和扭曲，虽然市场中希望和骚动的并存不可避免地会导致这种丑恶现象的出现。美国市场运作的规则一半是成文的，一半是约定俗成的。这样一来，对个人投资者来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，就要承担起辨别内在的动机和利益冲突的责任，这同辨别法律和规则是同样重要的。

投资者之所以要对自身的利益保持警醒，还有一个原因。保护投资者的利益是以下三个机构的应尽之责——证券交易委员会、证券交易所和法庭，但在过去的几年中，各个机构履行职责的效果都被侵蚀了。国会权力的膨胀和对特殊利益的要求，妨碍了证券交易委员会职责的履行，一些实施自我监管的机构——纽约证券交易所、全美证券交易商协会，也为这些冲突而苦恼。它们的收入主要取决于上市公司和证券公司代理的交易量，而上市公司和证券公司正是它们监管的对象，无助于解决这些问题的法令和法庭决议限制了投资者参与司法程序的途径。

写作此书的目的是想要指导投资者避开那些不为他们所知的陷阱。我希望能帮助投资者理解在保护他们未来的经济利益方面，他们所要扮演的角色。在了解上述的冲突、动机和政治倾向之后，投资者将在行使货币权力和股权方面更有洞察力。我希望这本书能让投资者变得更渊博、更精明、更勤勉、更成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

致谢 IX

序 XI

前言 XV

第一章 怎样才能像经纪人一样气定神闲 1

坏体制中的好人 3

诱惑和职业操守 8

警惕在线经纪人 13

辞退经纪人 16

即使经纪人是费用模式的，也要小心 19

和经纪人面对面的交流 21

投资者必做的功课 23

第二章 共同基金的七宗罪 27

高额手续费扼杀利润 32

税收陷阱 37

回扣、佣金和失败 39

指数基金或管理型基金 41

业绩文化 43

言行一致 44

基金董事：是奇瓦瓦小狗，不是笃宾猎犬 45

表里不一 46

基金排名的卑鄙竞争 49

第三章 看透分析师 53

乐观的预测 56

“中国墙”的荒诞说法 58

畸变的关系网 59

众人皆醒你独醉 62

华尔街的抵制 65

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布满漏洞的规则　68
市场解决方案　70
让分析师名副其实　73

第四章　《公平披露规则》：禁止传播内幕消息　77

内部交易　81
游说闪电战　83
终止利益交易体系　86
信息带来的财富　89
推出原貌　90

第五章　数字游戏　97

诺沃克的守护神　98
国会的干预　101
接管的尝试　104
数字游戏的方式　108
解决方案：独立审计师　110
证券交易委员会出击，财务会计准则委员会手软　113
匿名信　118
独立性的界定　122
游说的开始　124
妥协　127
安然的毁灭　133
独立性的丧失　136

第六章　警觉虚假利润：正确使用财务报表　139

资产负债表　140
损益表　144
现金流量表　147

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要忽略附注 149

第七章 注意交易过程 169

知识就是力量 170
梧桐树 171
特种经纪人的特别之处何在 173
纳斯达克：受压迫的市场 176
纳斯达克案：可耻和震惊 178
委托处理规则：巨大的冲击 183
电子交易系统和批发商 184
虚拟中央限价定单簿的产生 186
与菲尔·格拉姆的斗争 187
转向小数报价 190
交易所的操作方式趋向于电子交易系统 192
定单执行的质量：管理时髦话 195
投资者应该如何做 196

第八章 公司治理和诱惑力文化 199

董事会究竟是什么 202
投资者应该注意的事项 204
公司突袭者与毒丸术 210
半睡半醒的董事会 211
支持审计委员会 216
如何确定一个公司是否有好的公司治理 219
公司治理一览表：你该注重什么 223

第九章 怎样成为一个行家 233

投资人利益捍卫者荣誉名单 240
新的投资者阶层 242

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国会的核心委员会 244
关键的特定利益集团 246
投资者可以信任谁 250

第十章 401（k）计划 255

医治灾难的处方 256
授权证券交易委员会监管 258
以何种方式投资 259

附 录 权力之争 263

术语表 283

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章
怎样才能像经纪人一样气定神闲

“如果他们持有，你就抛出；如果他们抛出，你就买入。”这是1963年我加入卡特的经纪人公司时，华尔街流行的一句玩笑话。应该说这句话是半开玩笑半认真的，它揭示了经纪人对客户的冷陌态度。经纪人的职责就在于根据客户的资金来源和投资目标，向客户推荐买进和卖出的证券。他们会提供各种股票、债券、共同基金以及像可转换债券和单一股票期货这样的衍生金融工具，形成一个适合客户需求的投资组合。这样看来，经纪人像聪明的财务专家，但首先也是最重要的一点，他们是销售人员。经纪人对其所代理账户的每个交易都是要收取佣金和服务费用的，他们希望投资者买入没有的股票、卖出所持有的股票，因为只有那样，才能为他们自己和他们的公司挣到钱。即使投资者赔了钱，他们依然能挣到佣金。

佣金的形式有多种。在股票交易中，佣金是从所交易股票的价值总额中按照一定的百分比提取的。一些共同基金在购买时收取手续费，称为前收费，或者销售费用。还有一种类型的佣金是后收费，也称为延期销售费用，是在投资者赎回基金股份的时候支付。债券交易不收取佣金，他们通过发行债券来赚取收益，也就是从投资者购买债券的价格与公司承销债券的价格差中获取利润。

伯克夏哈撒韦公司（Berkshire Hathaway Inc.）的首席执行官沃伦·巴菲特，是我所认识的投资者中最精明的一个。他对经纪人面临的上述冲突非常了解。他总是喜欢说，任何一个经纪人，只要在1965

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年到目前这段时间里推荐客户买入并持有伯克夏的股票，就会让他的客户发大财。1965年以每股12美元买入的伯克夏股票，在2002年4月的市值已增加至每股7.1万美元。但在此过程中，经纪人如果真这么做也会饿死。巴菲特在20世纪50年代早期，曾在他父亲的位于内布拉斯加州的奥马哈经纪人公司工作。这段经历让他认识到“经纪人并不是投资者的朋友，倒更像是一位按照病人换药频率来收费的医生，他的报酬更多来自于他想要推销的东西，而不是让你感觉更好的东西”。对于他的看法，我完全同意。在华尔街做了16年的经纪人，我感受到压力，也看到了弊端。

我在CBW经纪服务公司工作的时候，努力想让自己进入华尔街最成功的经纪人阶层，无数个周末我都会听到一句尖锐刺耳的话：“莱维特，难道你只能做这些？”我们总共有11个人，办公地点位于百老汇大街60号，纽约证券交易所的附近，面积将近80平方米。我所有的时间都用来买卖股票证券以及寻找想要上市的公司。

我加入证券公司的时候，正是美国经济的黄金时期。从20世纪50年代开始，经济繁荣发展的势头一直持续到60年代末，很多公司为了扩张发展都要到华尔街来融资。因为就业机会的增加和全面的经济繁荣，人们的财富也大大增加，他们成群结队地来到证券市场寻找轻松的赚钱方式。大家都头脑发热，显得鲁莽而性急，我也想成为其中的一员。那个时候，我32岁，尽管没有在华尔街从业的经验，我也开始立即打电话给潜在的客户。

合伙人之间的竞争是很激烈的。我们在同一间办公室里工作，因此我们也就可以互相监督。在阿瑟·卡特的办公桌上有一本绿色的活页记事本。上面记录着我们每个人每星期所负责的销售总额——即销售总量。每个星期一的早上，看到空白的日历，我都感到害怕和恐惧，担心地想怎样才能完成让人望而生畏的5 000美元的销售额。每个星期五，我们都要回顾一周以来的成绩，总是有很多的责备和不满。如果我不是最差的一个，我也会和别人一起指责最差的那个人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的任务是竭尽全力完成销售总额，并利用成熟的销售技巧引入新的经纪人。但是在20世纪六七十年代的华尔街，不存在对经纪人的培训工作。经纪人今天被录用之后，第二天便要给陌生客户打电话。只有少数的几家公司有研发工作，但也是很原始很低级的。经纪人的起薪很低，这迫使经纪人从一开始就体会到，要想在这一行生存下去，就要敢作敢为，有闯劲。而在佣金的驱动下，尽管监管者明知那些在股市发迹的经纪人违反了规则，也会装作没看见。

现在整个证券行业比以往更为复杂。经纪人向客户售出储蓄、退休、投资等产品，以及保险、不动产和保值工具来规避风险。美国有一半以上的家庭在证券市场进行投资，经纪人对个人投资者的责任比以往任何时候都显得重要。

坏体制中的好人

不过，令人遗憾的是，证券业仍然存在很多的缺陷。但这并不是说，所有的经纪人面对天真的投资者都是攫取佣金的恶狼。有些人是，但有些人只是不称职而已。其中的大部分都是很诚实的执业者。在一个坏的体制下，也是有好人存在的，但他们面对着四个方面的问题：首先，有些经纪人没有受到足够的培训，因此不能胜任他们所要从事的繁重工作；第二，经纪人所处的薪酬体制迫使经纪人以销售总量为目标，而不是给出客观的建议；第三，为了提高销售额，公司利用竞赛方式促使经纪人卖给投资者一些无用的证券，大部分经纪人都不会向客户说明他们取得报酬的方式和分红的组成方式，即使披露这些信息，要解决这种内在利益冲突的问题也需要很长的时间；第四，分支部门的经理和其他主管取得报酬的方式和经纪人是一样的，他们自然希望经纪人的销售额越多越好，而对于操作中存在问题的也就自然睁一只眼闭一只眼，视而不见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经纪人有很多种类，如全职经纪人，他们通常任职于电视上经常做广告的大经纪公司——潘恩韦伯集团（UBS Paine Webber，瑞士银行的一部分），摩根士丹利和所罗门美邦（Salomon Smith Barney，花旗集团的一部分）。规模最大的全职型经纪公司是美林证券公司，该公司在美国大约有500个分支机构，雇有大约1.4万名经纪人。美林证券称自己公司的经纪人为“财务顾问”，由他们管理的客户超过900多万，投资价值总额达1.3万亿美元。他们提供的服务不但包括帮助客户决定投资目标并按照客户的要求进行交易，而且在公司内部有进行专门研究的人员，并以研究结果为基础针对一系列的证券向客户提供投资意见。对于这额外的服务，客户要支付更多的费用。2000年美林证券公司经纪人每项交易所收取的佣金平均是200美元。

与全职经纪公司相对应的是折扣经纪机构（discount houses），这类机构在最小限度范围内向投资者提供投资建议或者根本不提供建议。它们不提供专门的研究报告，虽然它们也能得到其他公司的研究结果并提供给投资者。投资者进行每次交易只需支付一般的佣金或者费用即可。

在线交易的经纪人既可以是全职券商也可以是折扣券商，但大部分是折扣经纪人（discount broker）。收取9.95美元的普通佣金，主要的在线经纪人可以为客户进行高达5 000股的交易。在线交易刚刚开始的时候，不提供机构研究结果和建议。但是也有些在线经纪商逆流而上，例如，嘉信理财公司（Charles Schwab），它们进入全职服务领域向持有最低额度的客户提供研究结果和建议。

俗话说“报酬决定行为”。经纪公司似乎总有用不完的新奇招数来刺激经纪人从投资者的口袋中拿走更多的钱。最流行的做法是超额累进制。典型的做法是这样的：经纪人按33%~45%不等的比例，从他们所收取的佣金总额中获得报酬。如果佣金总额增加，经纪人所获得报酬的比例就会升至新的一个等级。设想一下，今天是12月27号，经纪人获得报酬的比例是33%，到27号为止，他这一年的佣金总额是47

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万美元。如果到12月31号佣金总额达到了50万美元，他的提酬比例将晋升至40%，这个政策具有回溯作用，这就是说，如果经纪人在4天之内多收取3万美元的佣金，就有4.49万美元的横财飞来成为他的报酬。除非一个公司的道德文化是完美无缺的，否则，无论合适与否，向所有的客户推荐销售所有的股票债券的诱惑是可以压倒一切的。

用高额的预付红利做诱饵来吸引别家公司的明星经纪人，也是一种流行的做法。红利的金额可能等于或超过整整一年的收入。要想拿到这笔钱，前提条件是这个经纪人要把他原来的客户带过来，要做到这一点，他们就要向客户“撒谎”了——告诉客户新的公司会提供更好的服务和更先进的研究结果。当然经纪人永远不会说新的公司给了他巨额的红利。在这种情况下，客户的账户成了经纪人用来增加个人收益的讨价还价的筹码。经纪人换到新的公司就一定会有这些收益。这就是说，经纪人更像是在推销不适销的或是不受欢迎的产品，尤其是那些需要支付高额佣金的产品。

除了预付红利之外，经纪人有时候还能获得被称为加速支付的报酬。也就是除了每笔交易收取的33%~45%的佣金外，经纪人还能连续几个月甚至几年从佣金中再提取60%甚至更多的报酬。这样做是因为经纪人来到一家新公司的最初几个月，要忙于客户账户的转移，并要帮助客户适应新公司里的形势，没有时间进行交易。但事实是，加速支付为经纪人干涉客户的账户、促使客户增加交易量提供了动力。

佣金还在其他很多方面扭曲了经纪人的代理行为。例如一些公司有特殊的协议，规定销售共同基金可以得到高于平均水平的佣金。如果美林证券公司的经纪人知道相对于销售美国世纪基金，他销售波特纳基金的佣金多出25%，大家猜一猜经纪人会把哪个基金推荐给投资者？大部分的经纪商有自己的基金，他们可能会引导投资者买他们的基金，这样投资者支付给共同基金管理者的手续费还是保留在公司内部，并增加了公司的收益。问题在于经纪商的基金并不一定比其他独立基金的业绩要好，甚至可能还不如独立基金的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据基金评估机构晨星公司（Morningstar）2001年6月30日的研究结果表明，独立基金连续5年的年收益率最高为8.28%，而经纪商的基金只有6.92%。

我经历的最严重的经纪人舞弊事件之一，发生在以底特律为基地的Olde折扣公司，现在隶属于H&R Block税务咨询公司。在20世纪90年代的鼎盛时期，Olde有160多家分支机构、1 185名经纪人。1998年，Olde和它的高级管理层包括其创立者欧内斯特·J·奥尔德（Ernest J.Olde），在既不承认也不否认其罪行的情况下，为证券交易委员会和全美证券交易商协会对它提起的诉讼支付了700万美元的罚金。起诉者控告Olde管理层为经纪人在未经客户允许的情况下对客户账户进行交易的做法提供便利，销售不适合客户的股票和债券，篡改客户记录。Olde经常雇用刚毕业的大学生销售公司精心挑选出来被列入"特种风险"清单的股票，这样做的原因并不在于这些股票符合客户的投资需求，而是因为Olde也大量持有这些股票，而且其中许多股票投机性很强。Olde抬高这些股票的价格，从价差中赚取丰厚的收益。

证券交易委员会发现Olde的佣金制度规定，经纪人销售被挑出来的特定的股票所能得到的佣金非常高，如果完不成销售特定股票的任务，经纪人就得卷铺盖走人。如果客户说他们没有那么多钱买入这些股票，Olde的经纪人就会劝客户使用保证金账户交易，说白了就是让客户从经纪公司借钱买股票。Olde公司两页的开户申请表格就包括了保证金条款，但是很多客户并不知道他们已经开立了保证金账户。

尽量避免使用保证金交易的原因

经纪人有可能推荐投资者从经纪公司借钱来买股票，这笔借款以买入股票做抵押，利率是固定的，他的理由是这样做可以让你像专家那样利用财务杠杆效应来扩大选股能力。告诉他你没有兴趣！因为这样做的风险很大，对于个人投资者来说应该尽全力避免。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保证金交易的含义是用借来的钱购入资产，简单讲，就是在投资者想要进行更多的投资却不能足额支付的前提下，由经纪商提供借款进行的交易。这种借款对经纪商来说是非常有利可图的。

财务杠杆在牛市时是非常好的投资工具，它起作用的过程是这样的：假设投资者以每股50美元的价格购入100股，正常情况下，除佣金以外，要支付的金额是5 000美元。如果使用保证金交易，投资者可以借入高达交易金额一半的额度，只需支付2 500美元，剩下的2 500美元从经纪人那里借入。如果投资者在股价升至75美元时卖出的话，就会得到7 500美元，当然除了利息之外，还要还款2 500美元。投资者的初始投资只有2 500美元，却能赚取5 000美元的收益。

听起来相当诱人，除了在市场熊市的时候所有的过程倒过来之外！如果股价下跌，投资者的经纪人可能会要求抛售股票来偿付借款，更糟糕的情况是，经纪人可能不经投资者的允许就售出股票，目的是为抢在市场行情进一步下跌之前让投资者偿付借款。2000年和2001年股市下跌的时候，就有许多投资者抛售股票的钱不足以偿付从经纪商那里借入的款项。再来看一下这个倒过来的过程：假定投资者以每股50美元的价格买入100股，自己支付2 500美元，从经纪人那里借得2 500美元，如果股价跌至25美元，100股就只值2 500美元了，投资者不但损失了自己的2 500美元初始投资，还要向经纪人偿付贷款的利息。

使用保证金交易时，还要注意一点。按规定，经纪人在投资者的净资产（股票总值减去借贷后的余额）占股票总值的比例下降至25%时，会收取额外的钱，25%被称做“维持保证金的最低要求”。而现在，大部分经纪人在风险较大的投资中使用他们自己规定的更为严格的，高达30%~50%的“维持保证金的最低要求”。再来看一下，假定借入2 500美元购买100股单价50美元的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票，经纪公司要求的维持保证金为30%，如果股价下跌至40美元，净资产从原来的2 500美元（初始投资）下降至1 500美元（100×40−2 500），1 500美元的净资产仍然符合经纪人30%的维持保证金的最低要求（30%×4 000=1 200）。

但是，如果股价跌至25美元，这时净资产为0（100×25−2 500=0），经纪人就会发出追缴保证金通知，要求你在2~3天内支付现金或者存入账户其他的股票，如果做不到，经纪商会卖出你的股票，这可能使投资者损失惨重，虽然投资者希望股价反弹，仍想继续持有。

Olde的受害人之一，是一对有5个孩子的夫妇，最大的孩子患有Down’s综合征，1993年3月，他们在Olde佛罗里达州的清算处开立了账户，妻子在意外事故中落下残疾因此获得了一笔保险清偿金。这对夫妇想将保险清偿金中的一部分投资于共同基金和货币市场——这些是低风险的投资。但是在不到一个月的时间里，证券交易委员会发现，经纪人已经为他们进行了50次交易，并且保证金交易占到了一半的比例。这对夫妇还没有意识到他们已经签署了保证金交易协议，7月底的时候，他们的钱已经所剩无几。Olde经纪人在他们毫不知情的情况下从备选清单中为他们进行了200多次的交易。

诱惑和职业操守

20世纪70年代，我负责我们合伙公司的零售业务。经过多次并购后，公司成了众所周知的希尔森证券经纪公司。我工作的一部分就是负责新经纪人的招聘和培训。我们要的经纪人是已经被证明具有能够挣得佣金收入能力的经纪人。在这个过程中困扰我的问题是，有时候会忽略他们以前曾出现的道德缺陷，这在大量的客户投诉中可以反映

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出来。然而那些因违反规则而在公司之间跳来跳去的超级经纪人，一年内可以带来100万美元的佣金收人。雇用他们时，我承受的压力越大，就越觉得有必要说出来。

1972年，我在哥伦比亚大学做了一场名为“诱惑与职业操守”的演说。我感叹道：“如果经纪人为了生计必须采取不当行为，采取不合时宜的手段，他还能称自己为专业人士——称自己为视客户利益高于自身利益的顾问吗？”接着我号召整个行业改变经纪人收取报酬的现行方法，以经纪人代理客户进行投资交易的效益为基础，而不是以交易量为基础来收取报酬。

我的合伙人桑迪·韦尔现在是花旗集团主席，管理着全美最大的经纪公司所罗门美邦，他看了我的发言之后说：“这太荒唐了，我不能禁止你这样说，但是我绝对不会同意。”与此相似，当时的市场经理哈德威克·西蒙斯（Hardwick Simmons，现任纳斯达克市场首席执行官），说我不懂得这个行业并建议我停止挑战华尔街。

从那场报告至今的30年中，几乎所有的公司对经纪人支付报酬的机制还是部分地以佣金为基础。为什么毫无进展呢？这是由于行业高层领导人的抵制。1993年末，在纽约River俱乐部，我和十几位高层经理人共进晚餐，我向他们分析经纪人佣金所存在的不合理，我清楚地对他们说明我认为有问题。作为证券交易委员会主席，我希望整个行业能有所行动来解决它，尤其是在成千上万的个人投资者拿着他们终身的积蓄，史无前例地涌进市场冒险的时候。后来我得知，有些首席执行官摇着头离开，嘴里不停地嘟囔着说我的观点是假正统。

1994年初，证券交易委员会成立了一个由丹·塔利（现为美林证券的主席兼首席执行官）负责的精英小组——蓝带委员会。该委员会的任务是提出能改变现行经纪人佣金体制的方法，以此来减少投资者与经纪人之间的利益冲突。经过一年的研究，这个委员会提出了行业“最佳行为”的标准。这些标准并不是海市蜃楼，而是经过试验的、已被一些经纪商采纳使用的方法。在我说服经纪商采纳这些方法只取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得了部分进展的同时，塔利取得的成绩却是持久的，他让经纪行业领导人承认了冲突的存在。

蓝带委员会的工作以及行业中一些领导人进行抵制的方式，都是很有启发的。该委员会的5名成员中只有两名从事经纪业。塔利是一个；另一个是奇普·曼森（Chip Mason），他是巴尔的摩Legg Mason投资银行公司的主席兼首席执行官。沃伦·巴菲特也同意加人，当时他负责的所罗门美邦投资银行公司，正在处理美国公债发行中发生的严重的法律和道德沦丧问题造成的影响。另外还有塞缪尔·海斯三世（Samuel Hayes Ⅲ），哈佛商学院的教授；托马斯·奥哈拉（Thomas O' Hara），全国投资者协会（National Association of Investors Corp.，一个代表投资者俱乐部的组织）的主席，也都同意加人。

我让整个行业都认为如果他们不采取行动，我就会实施更强硬的措施。而事实上我只不过在打监管这张牌：如果我推行新的规则，国会中的共和党毫无疑问会指责我过于激进，因而对我加以限制，那么我想要对整个行业进行规范监管也就无从谈起。因为我所能掌握的武器只有道德规范这一项，所以我通过在全美范围内召开市政厅会议来寻求大众投资者的支持。一旦记者开始报道令人作呕的有关佣金系统的负面新闻，经纪商就别无选择，只能公开表示放弃这样的做法。然而私底下，他们的做法都还是依然如故。例如，塔利知道有些经纪商，当着我的面坚持说他们没有向经纪人预付红利，然而事实上却是有的，那个时候，就有一家公司为美林证券公司的明星经纪人支付达100万美元的红利，诱惑他们跳槽。

业界质疑越来越多，经纪公司领导层不得不对自己的公司进行检查。很多公司发现它们的分支机构正在展开销售竞赛，或者是正在向经纪人施加压力，这些压力迫使经纪人只是机械地打电话兜售一些他们也几乎是一无所知的产品。甚至塔利也说，在他不了解的情况下，他公司下属的分支机构也为了增加交易量而展开了竞赛。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大部分主要的经纪商同意与证券交易委员会合作，并表示愿意遵守蓝带委员会提出的“最佳行为”的标准，这些标准包括：结束特定产品的销售竞赛，经纪人薪酬的支付按客户账户资产的一定百分比来支付，禁止为刺激内部产品的销售而向经纪人支付更高的佣金。

有些公司则表示反对。添惠公司（Dean Witter Reynolds，现为摩根士丹利的一部分）的首席执行官菲尔·珀塞尔（Phil Purcell），在一开始就拒绝采纳禁止为销售内部产品向经纪人支付更高佣金的政策。在许多公司中，添惠公司在这一点上最为敏感。添惠公司销售的基金总额中，由其公司作为品牌的共同基金所占的比例高达75%，在同行业中是最高的。美林证券的比例为50%，美邦只有30%。这就是说，添惠公司每4个对投资共同基金业务有兴趣的客户，就有3个被诱导去购买添惠的基金，投资者还必须预付申购费用或者是佣金。据称这是为经纪人提供的客观的建议而支付的报酬。添惠公司的经纪人销售内部基金所获得的佣金要比销售其他基金高出15%。而根据共同基金评级公司——晨星公司同期的研究结果，这些基金的业绩并不是一流的，其排名要在五大独立基金业绩之后。证券交易委员会告诉珀塞尔其公司经纪人鼓动客户购买业绩并不是一流的添惠公司基金的数据之后，他才同意不再抵制禁止为销售内部基金而向经纪人支付更高佣金的提议。

令人吃惊的是，美林证券公司也是反对者之一。塔利说他之所以接受蓝带委员会的工作，是因为美林证券改变了佣金支付体系，从原来的以经纪人进行的交易量为基础，转而采取了鼓励经纪人增加其管理的账户资产的政策。目前，美林证券公司年收人为220亿美元，而佣金的比例只占25%。塔利认为行业内的其他经纪公司也会效仿美林证券公司的做法。然而，美林证券公司却不能坚持起到模范带头作用。蓝带委员会具有争议的政策建议之一就是有关预付红利的禁止性规定。劳恩·斯蒂芬斯（Launny Steffens，那时是美林证券公司零售经纪业务的负责人）对禁止甚至仅仅是限制预付红利的操作采取回避态度。斯蒂芬斯2001年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5月从美林证券公司退休，他在美林证券公司是个非常有分量的人物。他所统帅的经纪人是该公司的中流砥柱（公司利润的一半是由他们赚取的）。但是，美林证券公司惟一致命的弱点，恰恰正是分支机构中看似发展完善的经纪人体系：所有其他的经纪公司都看中了美林证券公司的经纪人，经常性地试图挖走他们。对于在美林证券公司接受培训的人来说，在结束为期6个月的培训课程之后的几个星期之内，就能得到待遇非常好的工作机会。如果能把已完成培训课程的人挖走，对于雇用他们的公司来说可以节省10万美元（美林证券公司6个月支付培训人员的工资是4万美元，培训课程的成本是每人6万美元）。

斯蒂芬斯就是不愿意屈服，而他的上司塔利也不愿意用职务迫使他屈服。“我不认为劳恩是错的，”塔利后来这样说道，“证券交易委员会有它的观点，但是劳恩生活在现实世界而不是试验容器里。他理解竞争意味着什么，如果他同意那样做的话，他的天才就没有了用武之地，也不能赚到钱。”今天，美林证券公司和行业中的大部分公司一样，继续支付预付红利。现在支付给业绩突出的经纪人的招聘奖金，和一些职业运动队支付明星运动员的签约金一样高。

最后，我没能成功地说服所有的公司都采纳蓝带委员会提出的重要的行为准则，有些公司甚至违背了他们的诺言。“坦率地讲，”巴菲特后来对我说，“丹·塔利实际上可能并不希望对现行的体制有太多的改变。现行体制的运行态势很好，如果不在投资者的投资组合上做文章，美林证券公司就会陷入可怕的境地。”经纪人与投资者之间冲突的严重性由此可见一斑！其严重的程度让一个大经纪公司的前任高管私下里向我透露说，他不会让自己的母亲接受一位全职经纪人提供的服务。

最近一段时间，越来越多的华尔街公司开始使用自己的分析师担任美其名曰的销售人员。分析师争取投资银行业务的招数是，如果拟上市公司雇用这家证券公司做首发业务或发行人债券，他们就为这家公司撰写业绩闪光的报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当分析师做出掩盖公司问题的报告后，经纪人就会将信息透露给投资者，误导他们购买股票。如果分析师没有向投资者就公司股票出现的问题发出警告，反而继续推荐大家买入已经没有投资价值的股票，个人投资者很可能在被套很长时间之后仍然持有这些股票。有时候，经纪人会将他们公司不需要的股票卖给个人投资者。他们甚至会推荐客户购买他们的分析师们正在抛售的股票，并声称这是一种借人预期行情看跌的股票投机策略①。在2000年3月到2002年的股票市场下跌的行情中，股票市值（公开交易的股票的价格乘以流通股总数）大约缩水7万亿美元，其中的大部分是散户投资者的损失。

警惕在线经纪人

在线交易的突飞猛增，是高成本的佣金和许多投资者对全职服务型经纪人缺乏信任带来的直接后果。诸如E*Trade和Ameritrade公司，都是利用因特网为散户投资者提供服务的电子经纪人。投资方式的这种新转变在20世纪90年代中期非常火暴，那时股市正处于牛市高潮。任何人都可以用仅仅8美元开立账户，进行高达5 000股的交易。在大部分的情况下，交易在10秒钟内就能完成。有些在线经纪人还免费提供包括研究报告、流动的市场数据、新闻在内的大量信息。1996~2000年间，在线交易的低成本和这种方式自由舒适的感觉，诱使1 000万美国人开立了在线交易账户。

伴随在线交易革命的，是来势凶猛的被称做电子交易系统（ECNs）的计算机网络革命。电子交易系统的功能类似于电子股票交易所，它们在瞬间完成买方和卖方交易指令的撮合。因为没有人为干预，这种方式的交易成本只有纽约证券交易所和纳斯达克股票交易所

① 即从券商处借入预期下跌的股票后卖出该股票，待该股实际下跌时再买入以归还券商，以此获得差额收益，通常称做“卖空”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本的几分之一。

但是在线交易革命也带有一些潜在的危险，投资者必须了解并尽力避免。危险之一是指令流转介费，经纪公司向做市商每提供一单交易，就从这个指令流转介费中提取一定比例的折扣。做市商是中间商，由它提出它们为自己和为他人的账户将要买入和卖出证券的交易价格。

在线交易这个名词也不是很贴切。投资者向在线经纪人发出委托命令时，并不是直接和股票交易所进行交易。相反，投资者的委托被发送到在线经纪人的选择之列。因为做市商为投资者的委托指令要支付少量的费用，所以投资者的买入指令很可能并不是在交易所内撮合完成的，而是和其他人的卖出指令相撮合，而且只有报告给交易所之后这项交易才能得到执行。

指令流转介费的问题在于：投资者的买入指令可能不会被很多发出卖出指令的投资者知晓，因而就有可能使投资者无法以最合理的价格达成交易。在最短的时间内得到最佳的可能价格的概念被称为“最佳成交”。在证券交易委员会规则下，经纪人有义务在最合理的价位执行投资者的买卖指令。如果经纪人将投资者的指令大量地提供给报价最高的人，并且忽略自己应该为投资者进行最佳成交的职责的话，投资者买入股票时就很有可能支付比必要价格高得多的价格。

现在美国股价由分数报价改为以小数报价，买卖差价的波动范围很小，这样就减少了做市商和其他人从差价中得到的利益，减弱了指令流转介费的吸引力。但是即使转介费在不断下降，这种做法还是延用至今。

假定投资者向在线经纪人发出进行1 000股交易的委托，在线经纪人就会将这项指令发送给做市商，做市商对于它收到的每个交易指令按市场价给予在线经纪人1美分的折扣。但是，其他的不以指令流转介费支付的做市商和交易所，则可以为投资者每股节省5美分，这样就会为投资者节省50美元（$0.05\times1\ 000=50$）。这个金额是大多数在线经纪人收取的佣金的5倍。我举此例的寓意是：不要受到节省5美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的诱惑，你可能会为隐藏的交易成本付出更大的代价。

投资者面临的另外一个看不见的陷阱是内部处理，当经纪公司将其收到的指令转给自己的做市商进行买卖交易时，就会产生内部处理的问题。从经济上讲，内部处理类似于指令流转介费，不同的是母公司收取所有的转介费。对于投资者，问题则没有变化：买入的指令没有与大量的卖出指令相撮合，因此该项指令成交时的价格就会比在更大的市场中能得到的最佳成交价格要高。嘉信理财公司是内部处理的领导者。它的全资做市商嘉信资本市场（前身是Mayer & Schweitzer），专门撮合嘉信理财公司的经纪人收到的或者在线收到的绝大多数指令。这就是说，很多嘉信理财客户的指令仅仅是与嘉信理财其他客户的指令相撮合。那么嘉信理财公司又是如何履行它最佳成交的义务的呢？它向客户承诺，客户们能得到其他市场鼓吹的最佳价格。

于2001年生效的证券交易委员会新规则，可能会帮助投资者避免经纪人为了自己而不是投资者的利益，将指令引向特定的执行机构的问题。新的规则要求经纪人，在每个季度披露他们将指令转给了什么机构，是否收取折扣。交易所、电子交易系统和做市商每个月也必须披露他们执行客户指令的交易状况，他们在撮合买卖交易定单过程中提高报价的频率。这些资料可以帮助投资者在速度和价格之间做出平衡——在新的证券交易委员会规则生效之前这些资料是无处可寻的。如果投资者不喜欢在线经纪人处理投资者委托指令的方式，也可以转向其他有良好记录的经纪人。

从很多方面来讲，经纪人是不可或缺的。如果你到纽约证券交易所大厅去看一看，就会发现不通过向经纪人发出指令，交易就无法进行。即使投资者通过在线经纪人进行买卖交易，也还是在通过经纪人进行交易，虽然是一个电子经纪人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辞退经纪人

如果要进行不到5万美元的投资，那么投资者就不需要经纪人。最理性的投资策略是投资于低成本的共同基金，尤其是与股票指数的业绩相符的指数基金。刚开始的时候，可以投资于模拟威尔夏5000指数（Wilshire 5000）的基金，这个指数实质上包括了所有的美国股票；或者模拟标准普尔500指数，这个指数是对美国公司500强发行的股票行情的模拟。当投资者对投资于共同基金感到更得心应手并且资产在不断增值的时候，可以转向去投资模拟大、中、小型公司的指数基金，或者也可以买入模拟高速增长的公司以及被低估的公司的指数基金。正如大多数专家所建议的，将资产的一小部分投资于国际基金。为了进行多样化的投资，也可以考虑公司债券或者政府债券基金。债券的安全性要高于股票，但从历史上来看，股票的收益要高于债券。

如果投资额高于5万美元，投资者就应该辞退经纪人转而从投资顾问那里寻求帮助。经纪公司会让投资者相信他们所起的作用和投资顾问是一样的。许多经纪人自称是“财务咨询者”或者是“财务顾问”，但是他们和独立的投资顾问是不一样的。

与经纪人的相似之处是，投资顾问也能帮助建立一个适合投资者生活方式、收入水平、投资目标的投资计划，也能帮助投资者将资产在股票、债券、现金之间进行正确的分配，并在不同的价格涨落的时候将投资者的投资组合重新分配，但是许多经纪人不承担诚信职责（一项法律责任）——将投资者的利益置于他自己和公司利益的前面。诚然，正如我们前面所讨论过的，经纪人必须向投资者推荐适合投资者财务状况、风险承受能力的投资方式，也必须承担为投资者进行最佳成交的职责。但是投资顾问的受托职责是在一个更高的水平上，类似于律师、托管人或者是被指定的财产遗嘱执行人。

投资顾问业是一个大行业，各类投资顾问的存在令人眼花缭乱，那么就让我们从最基本的开始。根据投资顾问获取执业资格和收取报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酬方式的不同，投资顾问分为不同的类型。大部分投资顾问以小时、年度数据、财产比例为基础收取费用，或者是费用外加佣金。如果投资者希望投资顾问能充分将退休、保险、税费和财产计划等需要考虑在内，我推荐投资者向注册金融策划师（CFP）咨询——他们会对投资者的财务状况进行全盘考虑。投资者可以通过财务计划委员会（Financial Planning Association）得到你们所在地区的注册金融策划师名单列表。这些会员必须通过关于熟练程度的测试，并遵守继续教育的要求。成为个人财务顾问全国委员会（National Association of Personal Financial Advisors）会员的金融策划师也必须通过一项测试，但不同的一点是他们还要将工作记录交给同行人进行评论，而且除了酬金之外不再收取额外的费用。在两种情况下，都一定要确认金融策划师的执业资格。如果投资者不明白某一个证书的含义，就要向金融策划师问清楚他是怎么获得的。

在选择投资顾问之前，投资者需要决定愿意支付的咨询费用是多少。金融策划师的费用可能是以小时计的（投资者需要为每小时支付至少100美元，对有经验的注册金融策划师来说，每小时收取200美元也不稀奇），也可能是投资者用于投资的资产的一定百分比（通常是1%，但也可能高达2%），或者是一定次数的造访和无限制的电话咨询所收取的固定费用（典型的费率是2 500美元进行最多5次的造访）。有的金融策划师除了向投资者收取一份费用外，还要收取佣金，即像经纪公司代表投资者进行交易或向投资者出售共同基金时收取的那笔佣金。

哪一个支付方式是最佳的？一切因投资者的具体情况而定。我本人倾向于以小时计费的方式和固定费用的方式。这二者是完全公开的，没有变相的收费，金融策划师与投资者之间也没有利益冲突。如果投资者每月要花费很多时间管理财产，最好就选择以小时计费的方式，投资者不会占用金融策划师太多的时间，所以不用担心会超时；另一方面，如果投资者刚刚开始从事投资活动，没有时间管理财产或者是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马上要退休而面临很多问题，希望得到详细的指导，最好选择以固定费用支付的方式。找一个愿意造访你并可无限制通过电话咨询的金融策划师，从长远来看选择这种方式比以小时计费方式支付的要少。

像收取佣金的经纪人一样，投资顾问和投资者之间也可能存在利益冲突。因此，不要忘记弄清楚投资顾问获取报酬的方式是什么。例如，有的投资顾问如果向投资者推荐某个特定的税务会计师，或者出售给投资者某个特定的共同基金，就会得到一份佣金；或者投资顾问可能会有一个费用分割协议，通过向投资者推荐特定的经纪公司进行交易就会有利可图。这些费用表明，投资者得到的投资建议不是真正独立的，甚至有些顾问可能只出售自己公司的产品。如果这样，投资者应该找一个能提供更大范围的投资选择的顾问。

更重要的一点是：投资咨询业不是一个高度规范化的行业。美国联邦和各州的机构对此行业的监管是松散的。投资者要通过检查投资顾问的注册情况和违规记录来保护自身的利益。证券交易委员会要求管理财产金额在2 500万美元以上的投资顾问公司必须申报ADV表格①，在其中要对投资策略、费用表、所有权、潜在冲突、违规记录以及其他内容进行详细说明。但是这个规定不包括个人投资顾问。证券交易委员会对投资顾问公司也没有资格要求，投资顾问公司只需要填写表格和缴纳费用就可以了。管理财产金额在2 500万美元以下的公司必须在各自所在的州申报材料，有些州对于个人顾问也进行监督管理。投资者可以和北美证券行政管理委员会（NASAA）联系取得在州注册的顾问的情况。

如果国会和证券交易委员会制定一套统一的制度对所有的“投资建议提供者”（无论是经纪人还是金融策划师，无论是大公司的还是

① ADV表格是收取费用代理客户管理资金的顾问向州（管理资金规模2 500万美元以下）或证券交易委员会（管理资金规模2 500万美元以上）注册时须填的表格。每位声誉良好的财务顾问都应在咨询时向客户出示他（她）本人或公司的ADV表格。ADV表格提供的有关财务顾问的资料有：教育背景、财务管理经验、顾问的收费方式、任何的违规行为或投诉。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小公司的，无论是隶属于州还是隶属国会）都进行规范，那对投资者将是很有帮助的。2001年末，证券交易委员会在北美证券行政管理委员会的帮助下，创立了一个网站（www.adviserinfo.sec.gov）来帮助投资者寻找合适的投资顾问，并以此来消除投资者的一些困惑。这个网站包括有7 000多个在证券交易委员会注册的和1 700多个在各州注册的投资顾问的ADV表格。证券交易委员会当时计划在随后的几年中，再添加其余1.6万名在各州注册的投资顾问的信息，对这个数据库进行更新。

即使经纪人是费用模式的，也要小心

如果投资者坚持要通过经纪人进行交易，那么最好找按费用模式计算酬金的经纪人。令人高兴的是，经纪行业正逐渐以费用模式账户取代佣金模式账户。但是即便如此，还是会产生一些投资者必须予以高度重视的利益冲突问题。

费用模式账户也被称做特别账户或者是管理账户，它允许投资者定制一个投资组合。经纪公司经常与财产管理人员合作开发个性化的、由股票和债券组成的投资组合，除了由投资者拥有股票这一点外，其他方面与共同基金很相似。这样说吧，经纪人将投资者投资于高科技股票和市政债券的财产中的多大比例交给专家进行管理，这取决于投资者和经纪人在这之前决定的财产分配方式。投资者无须支付佣金，但是费用很高，大约占投资组合价值的1%~3%，费用的60%归经纪人所有，40%归基金经理所有。大部分的经纪公司在开立此种账户时要求缴纳的费用至少是10万美元。但是随着经纪公司大规模地推销这类账户，所要缴纳的费用的最低限额也在降低。

经纪公司钟情于费用模式账户是因为无论投资者交易与否，公司都有稳定的收入来源，代替了交易佣金带来的零星收入。投资者钟情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于它是因为想要逃避投资于共同基金时所要缴纳的资本所得税，并希望得到个性化的服务。由于不收取佣金，经纪人还宣称这种方法让投资者的利益与经纪人和基金经理的利益得到了统一。

但是投资者在选择这种账户时还是要三思。开立管理账户要缴纳的费用与大部分指数基金所收取的只占投资价值0.5%甚至更少的费用相比，显得极高。而且，如果投资者不进行频繁交易的话，最好还是支付佣金。假如投资者账户（费用账户）中有10万美元，投资者每年支付给经纪人的费用是1.5%，也就是一年要放弃1 500美元。这值得吗？只有在投资者预计将要支付的交易佣金与此相当的时候，才是值得的。

费用模式经纪人在其他一些方面对投资者的财产构成威胁，因为无论投资者的账户进行了多少次交易，每年都要支付给经纪人固定的费用，而经纪人可能没有对投资者的投资组合给予足够的重视。为了避免这种情况发生，投资者自己就要担起责任，而且很多经纪公司要求外面的投资顾问通过它们进行交易。如果一个投资顾问想被经纪公司更多地推荐，他就会为了自己的利益促进经纪公司进行尽可能多的交易。二者之间的关联就再次产生了冲突，而这种冲突是在设计费用模式账户时所想力图避免的。

当然，对于我的“辞退经纪人”的警告也会有例外。例外之一就是位于路易斯安那州的经纪公司爱德华-琼斯（Edward Jones），其下属有7 500个分支机构，在美国几乎所有的主要街道上都能看到。如果你是这个地区性的经纪公司的540万客户之一，并对得到的服务感到满意，你就可以完全放松了。虽然爱德华-琼斯的8 000名经纪人对其所提供的服务收取佣金，但是他们接受的培训是指导客户进行长期投资——这就是说，买入并持有证券至少达10年，有可能的话长达20年。管理合伙人约翰·巴克曼说典型的爱德华-琼斯客户持有同一共同基金长达20年，远远超过基金行业中一般投资者持有4年的平均年限。这就让我认为该公司的经纪人应该没有将他们自己的利益放在客户的利益之前。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

爱德华-琼斯在其他几个重要方面也与众不同。它不从事投资银行业务，因此它的经纪人给出的“买入”建议就不会受到证券发行业务的影响。因为经纪公司服务的对象是严肃的长期的投资者，所以它既不提供互联网交易，也不销售奇异的或是高风险的产品，诸如期权、期货和无投资价值的股票。它也不参与内部的共同基金，这样就避免了公司在促销内部的更有利可图的产品时出现的利益冲突。这个公司还有一个政策，就是不向明星经纪人支付预付红利以吸引他们的加入，公司对每位新招聘的经纪人进行为期4个月的培训。一个公司的文化至关重要，而且大多数公司的文化鼓励交易。爱德华-琼斯的文化则不这样做。

和经纪人面对面的交流

如果投资者选择委托经纪人进行交易，在没有和经纪人面对面的交流之前，不要指令他做任何事情。要努力和经纪人建立友好的关系，并保持经常性的联系。在我代理客户为他们管理账户的那些年中，我注意到他们中少部分人的投资成绩一向要比其他人好。之所以这样就是因为他们经常来烦我，总是不停地问我为什么买入这种债券、为什么不买人那种股票之类的问题。

投资者一定要确保和经纪人一起制定一个投资策略，并持之以恒。好的经纪人推荐的投资方式，会和投资者现有的必要财务资金和未来的投资目标相吻合，他们还会帮助投资者制定实现目标的计划。投资者和经纪人应该把这些写下来并进行定期的检查。记住经纪人是销售人员，他希望你投资成功的同时，也想获取佣金。

在选择经纪人的时候，下面是要弄清楚的一系列问题，这些问题的答案有助于你选择合适的经纪人：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 经纪公司强调销售本公司内部产品还是看重其他公司产品？经纪公司销售内部产品（例如共同基金）与其他公司产品的比例是怎么样的？
- 经纪公司是否同意投资者不支付佣金而按照账户中资产价值的一定百分比支付费用？
- 经纪公司是否具有针对经纪人的为期一年的带薪培训项目，而不是让经纪人在两个月的培训结束之后，就开始了收入主要来自佣金的经纪工作？
- 经纪公司是不是曾经以支付预付红利从其他公司招聘经纪人？
- 经纪公司是否开展销售竞赛来诱使经纪人提高某个特定产品（无论是内部的还是外部的）的销售额？
- 经纪人的从业经验如何，受过哪些培训，曾经在几家公司任职？
- 经纪人从何处得到关于股票和债券的交易信息？
- 如果经纪人近期跳槽，他是否收到特殊的酬金或者是其他任何形式的红利好处？
- 经纪人最近代理的客户有多少？
- 经纪人是否曾经因违反证券法而受到处罚？投资者可以拨打全美证券交易商协会的公开热线电话来核查这个问题。
- 经纪人能否提供保证人？

经纪人每做出一个交易建议，投资者都应该问清楚：这种股票、债券或者共同基金通过什么方式能帮助我达到既定的投资目标？经纪人为什么推荐这个而不是那个？对于投资者来说，这个交易是最好的吗，或者只是众多可能中的一个？经纪公司和它所推荐股票的发行公司有业务联系吗？（例如，一定要弄清楚，在过去的两年中，经纪公司是否代理该公司进行过首次公开发行证券业务或者是债券承销业务。）如果经纪人推荐某个共同基金，一定要保证有充分的理由买入，而不是因为经纪人销售这家公司的基金能得到比销售其他公司基金更多的报酬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不要忘记弄清楚经纪人推荐的证券所包含的风险。帮助投资者理解风险的方法之一，是向经纪人询问这项投资最坏的情况、最高的收入以及通常情况下的结果分别是什么。了解清楚投资的流动性及以后售出的难易程度也是有好处的。有些投资很难出手，投资者事先应该知道。

当然，投资者也希望知道为每项交易支付的佣金是多少。还会不会有其他的成本支出？佣金要不要经过协商？记住，佣金会使投资者的初始投资减少，因此投资者的收益也会减少。经纪人的动机是引导投资者购买那些使他们能获得更高佣金的投资产品，而不是那些虽然适合投资者但是佣金收入低的投资产品。一般来说，低风险投资的佣金收入都偏低。

投资者也有权利知道，经纪人是否参加了能为其带来报酬的任何形式的某种特定投资产品的竞赛或促销活动。这种活动现在已经不常见了，但是在某些公司仍然存在。竞赛为经纪人赢得假期或者是立体声音响，经纪人通过积分也能赢得奖金。但是奖金就可能扭曲经纪人的投资建议，尤其是在他的积分接近赢得大奖的时候。

投资者进行某项交易后，将会收到一封信，这就是对账单。一定要看，看后保存起来。对账单表明投资者的交易已经完成，而且上面还注明有投资者为投资交易支付的价格和经纪人收取的佣金。有时候，佣金一栏会显示为"零"但这绝不是说经纪人没有为此项交易得到酬金。有时候，经纪人的佣金是由股票发行公司或者共同基金支付的，而且，有时候经纪公司卖给投资者的股票并不是公司自己的，在这种情形下，经纪人就会加价销售，从中捞取好处。

投资者必做的功课

要想投资成功，投资者也要负起责任。投资者对此理解得越深刻，得到的有价值的投资经验就越多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，在形成一个具体的投资策略之前，不要轻举妄动。这个策略的第一步是投资者和投资顾问共同制定一个财务计划，无论这个顾问是注册金融策划师、投资顾问还是经纪人。计划应该列明投资者的投资目标，例如，是为购买新房子或游艇挣足额的钱，还是供子女上大学或者是为了退休后能过上舒适的生活。计划还要包括个人资产负债表，清楚描述投资者所有资产和负债的情况，例如，投资者家产和银行账户中的存款以及投资者的全部负债（住房贷款和个人借贷）的情况。最后，计划还要说明投资者每个月准备用于储蓄的钱。

投资者弄清楚自己的净资产并决定了投资额度和投资目标之后，更重要的一个决定是投资者能承受的风险程度如何。这是投资者和投资顾问应该讨论的重要问题。不要觉得不好意思——投资顾问需要尽可能地了解投资者的投资条件和目标，也需要知道投资者进行投资时是风险厌恶者还是风险喜好者。如果投资者损失了初始投资的10%，感觉会怎么样？损失25%时的感觉呢？如果任何的损失都让你觉得心痛的话，投资者就要坚持低风险的投资，例如，投资于一流公司（规模大并且有更多可靠利润来源的公司）发行的股票或债券。但如果是在损失了10%或25%之后，仍然可以进行大胆投资（在期望股市会像历史上出现的那样行情反弹的情况下）的风险喜好者，就可以考虑将资金的一部分投资于规模较小但是发展迅速的公司。经纪人也要利用这个信息来确保他们遵守全美证券交易商协会的“适宜性”原则，这个原则要求经纪人只能向投资者推荐适合其风险承受能力、财力状况和投资目标的证券。

一般来说，高风险、高收益，一旦有损失也会是较高的。新开办的公司的股票，以及诸如亚洲和拉丁美洲这样的新兴市场国家公司的股票风险比较高。低风险的投资，如政府债券，在初始投资之外，投资者可以保证获得稳定的利息收入。因此政府债券和许多公司债券对于快要或者已经退休的投资者来说，很有助于他们获得稳定的收入来源，但是通货膨胀会使投资者这些收入的购买力降低，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进而变相地使收入减少。

投资者和投资顾问还要讨论的一个问题是投资的多样化，也就是说，不要将所有的鸡蛋放在一个篮子里。如果经济中的某一个行业很兴旺，投资者倾其所有投资其中，一旦这个部门遭遇萧条，投资者就很可能血本无归。2000~2001年间，科技股跌至谷底的时候，许多投资者已经得到了惨痛的教训。由股票、债券和共同基金组成的投资组合，外加投资于容易转换成现金的诸如货币市场账户的资金，这就是多样化的投资。如果投资者所在的公司有利润共享计划，或者有以公司股票形式赞助的养老金计划，投资者则要确保自己账户投资的不同行业公司发行的股票，和自己公司的股票保持适当的比例。

要成为一个负责任的投资者，你还必须努力做如下的功课：不断阅读有关投资必须掌握的所有信息。包括季报、年报、招股说明书、对账单及更多的资料，阅读之后保存起来。即便你一向把所有的东西随便塞在一个大夹子中，也要全部保存起来。对每一份对账单都要进行检查以确认它和买卖记录以及投资者被告知的佣金数额相符。如果投资者和经纪人有分歧，就会用到这些对账单。或者在投资者可能因为其投资的共同基金出售了一部分股份而要缴税的情况下，也会用到它们。如果投资者出售股票，从买卖差价中获得的收入就要缴纳资本收入所得税，投资者可以从中扣除支付的佣金成本。在一年的时间里，随时都可能有以邮件形式发送的有价值的信息到达投资者的手中，而不仅仅是在缴税的时候才发给投资者。

阅读邮件中的财务信息并及时掌握财经信息的动态，也是重要的功课。投资者每季度将自己的投资组合与适当的指数相比较的做法是很明智的，例如，如果持有美国国内的股票就和标准普尔500指数做比较。但是不要对电视中大量的财经信息、财经快讯和网上的信息，给予过多的重视。投资者不需要一天24小时关注哥伦比亚国家广播公司（CNBC）或者仔细研究报纸上的财经报道，甚至于每天关注所持有的股票的涨跌情况也并不是什么好事。在投资者计划很快就要退休

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的情况下，应该对投资计划做长期的、大约10～20年的打算。周末固定地阅读报纸上的财经内容或商业杂志，可以让投资者很好地把握影响整体经济形势以及投资者投资的特定公司的发展趋势。

这并不等于说投资者不需要了解影响其财务状况的重要事件，相反，对这些投资者一定要了解清楚。但是如果投资者有了一个投资策略并坚持下来，而且投资者能不定时地和投资顾问接触，了解投资进展状况和投资成效，就无须花费大量有价值的业余时间观测股票市场和网络了。

记住：相信自己的直觉。没有一位专家、股票市场大师以及财经专栏作家能比投资者自己更清楚应该如何进行投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 共同基金的七宗罪

1993年在为进入证券交易委员会工作做准备的时候，我知道我不得不卖出持有的股票和债券，来避免哪怕只是从表面看来才存在的利益冲突的出现。没有哪届证券交易委员会的主席可以参加他拥有股份的公司的裁决，因此我开始审视自己的选择。我既可以购买政府债券，也可以购买共同基金。咨询了投资顾问之后，我决定最好的方式是将钱投资于共同基金。在这之前，除了投资于自己选的和投资顾问向我推荐的股票和债券之外，我还从来没有投资过共同基金。

当我阅读基金招募说明书的时候，最强烈的感觉是这些文件让人难以理解。起初我觉得很尴尬，随之而来的触动是：如果一个从事证券行业25年的人都不能理解招募说明书中的行话，想像一下普通投资者的困惑吧。共同基金招募说明书都是由律师用难以理解的法律术语写成的，也是写给证券律师看的。我很快就发现这只是共同基金业内操作过程中存在的问题之一。

共同基金在很大范围内已经成功地使自己成为投资者的首选。他们提供无争议的专业的投资组合管理服务和大范围的基金选择。1980年，美国人投资于大约500种基金的资金为1 000亿美元。但是到了1993年，这个数字已经迅速增加为投资于3 800种基金的资金为1.6万亿美元。又过了不到10年，也就是2001年，基金总数的增加超过了一倍，达到8 200个；投资额的增加超过了三倍，高达6.6万亿美元——超过了银行账户资金总额6万亿美元的数额。现在基金公司比上市公司还要多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金的势头与风险

过去的20年中，为什么共同基金发展如此迅速？这是因为有了个人退休账户。个人退休账户出现后，由于投资者可以将退休储蓄投资于得到税收保护的共同基金，这样就支持了共同基金最初几年的繁荣。20世纪80年代末，公司401（k）[①]养老金计划开始向雇员提供共同基金作为投资选择，成千上万的人蜂拥而至。在2002年，共同基金中大约38%的资产来自于401（k）。试图进入这个行业的经纪商，也开发出共同基金产品，并通过其经纪人网络大规模地销售，但是真正打破这个界限的是20世纪90年代出现的股票牛市。

随着投资于共同基金的资金(大部分被华尔街称为“买入方”)的增加，这个行业的影响也与日俱增。2002年，共同基金占公开交易的比例为20%。

这股力量是不是太强大了？很多专家认为共同基金还未起到喧宾夺主的地步。根据基金研究公司Lipper Inc.，的报告，2001年3月份标准普尔500指数下跌的时候，基金投资者在一个月的时间内赎回了200亿美元，仅约占股票型共同基金资产总值的0.5%。

但是也有人警告说共同基金这种集体性的操作，更容易增加市场的反复无常和价格波动。例如，证券交易委员会的一位经济学家D·德昂·斯特里克兰（D.Deon Strickland），他在俄亥俄州大学作为助理教授研究共同基金行为，他说共同基金有时候会推动价格进一步下跌或上涨，加剧市场波动。共同基金的危险在于，它的行为类似于放牧，可能会使日常的市场调整变为急剧下跌的行情。

① 见附录。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在证券交易委员会工作的时候，我定期与共同基金的高层经理会晤，他们总爱吹嘘这个行业的优点。从某种角度来讲，他们是对的——已经有数十年没有受到丑闻的干扰。但是这个行业还是要为很多事情负责任，而且这个行业对待批评反应缓慢。基金的销售和管理方式反映出从骗局、短期交易行为和隐瞒重要信息中滋生出的文化。整个行业误导投资者以过去的业绩为基础购买基金，而过去的业绩只是需要考虑的因素之一。有些基金能够侥幸收取极高的费用，因为投资者没有意识到费用的存在会减少他们的收益。整个行业每年花费上千万的钱宣传销售，但是不尽如人意的工作既无法解释年度费用、销售带来的额外费用以及为投资收益要缴纳的税金，也未公开共同基金积极的管理没能使基金行业的业绩达到他们设定的标准这样一种状况。基金行业拒绝透露内部操作的重要细节，诸如投资组合管理人员的报酬、管理人员什么时候以及为什么离职等。基金董事虽然是代表投资者的利益来监管基金运行的，但也只是在每年年初和年末消极地批准基金管理合同。

让我感到最不满的是，处于这个高利润行业的局中人不愿花费一点点的金钱和精力对基金投资者进行培训。我相信基金公司认为，不了解情况的投资者对它们来说是更有利可图的投资者。巴里·巴巴什（Barry Barbash）是证券交易委员会投资管理部门的主管，负责监管共同基金行业。他在1993年时告诉我，他也不清楚投资者对共同基金到底了解多少。因此我们委托一家咨询公司进行调查。集中对一些人群进行的几轮调查，让我们意识到大部分投资者比我们原来想像的还要糊涂（我们的努力被投资公司和行业内的交易群体嘲讽为伪科学）。这个调查结果刺激我想主动帮助投资者了解迷宫似的共同基金。

早在几年前，证券交易委员会就已经做过尝试，想要减少共同基金招募说明书中术语的使用，但是取得的进展很有限。虚饰基金文件的部分原因在于证券交易委员会僵化的规则，该规则要求基金招募说明书的内容必须符合1940年制定的主要针对共同基金的《投资公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法》。但是许多基金团体和他们的法律界支持者对于现行规则很满意，拒绝做出更改。他们知道如何强调那些让基金看起来不错的要点，也知道如何绕开困境，忽略那些不好的地方。

这一次，又是沃伦·巴菲特在使基金文件应该更加明晰的尝试中给予了重要的支持。巴菲特应用了他的一些常识来帮助取消共同基金中的法律术语。我请他把下面基金说明书中夸张的一部分改写了一下：

债券中期方向决定基金持有资产期间及管理期限。投资组合的到期日结构根据循环的利率变化而调整。调整的目的不是为了追随市场短期的或者每天的行情变化，而是根据长远的预期，把握长期的利率水平的变化（不反映商业周期变化或者是超出商业周期变化的利率浮动）……

10天后，他发传真回复我：

我们将会通过正确地预期利率在未来的变化而达到盈利的目的。当无法准确做出预期的时候，我们一般会持有中期债券。但是如果可以预期利率会有大的持久的上浮，我们就会集中进行短期投资。相反，如果我们预期利率会下调，就会买入长期债券。我们会根据长期全面的情况进行投资，而不是考虑短期的行情波动。

巴菲特改写后的说明书是简单明了化的典范，成了我们努力简化共同基金招募说明书的临门一脚。我们和整个行业一起提出了现在被称之为“简介”的、两到三页的用通俗英语简略概括基金业绩、投资模式和风险的说明书。在它还没有被强制实施的时候，有些基金公司就已经开始采用，因为投资者发现它比说明书更容易理解也更方便。

共同基金公司急切地想被看做是投资者利益的代言人，但事实是它们并不总是这样的。在证券交易委员会，我看到很多基金工作人员违规操作的案例。很多投资管理人员先是自己买入股票，然后为基金买入同样的股票，这样就会使那些股票的价格攀升。这种操作被称做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是“超前交易”[1]，根据证券法的规定这是不合法的。我看到基金公司将首次公开发行的股票不适当地分配给那些绩效差的基金，同时却忽略了对其他基金所担负的责任。这样就会让一些存在问题的基金对投资者来说也显得很有吸引力，但同时也损害了已有的股东的利益。我看到有些基金董事丧失了独立性，他们私底下接受基金发起人以低价提供的新股，却未披露受赠的信息。让我感到苦恼的另外一个问题是拉抬基金净值，它的含义是基金经理在申报期的最后一天，买人大量的基金已经持有的股票，试图以此控制市场行情走势。如果成功的话，基金价格就会攀升，基金的季度报告也显得成绩骄人。但是，这样的结果和虚假的广告有同样的效果，就是诱使不知情的投资者买人基金，而基金的近期业绩其实是由于人为的控制才出现的。

这些事情并不是由恶劣的基金经理自己单独做的。在我的任期内，证券交易委员会对几家规模最大、声望最好的公司采取了强制措施。例如，由Van Kampen投资基金公司经营的共同基金，在1996年的宣传中声称其收益率为62%。根据Lipper基金评级服务公司的报告，该基金的业绩在业内名列前茅，比排名第二的基金的收益率高出了20%。但是投资者不知道的是，被称为所谓孵化基金的Van Kampen投资基金公司，在基金经理为了营销目的建立起追踪记录之前，是在种子基金的基础上运营的，它的高收益率是相对于20万~38万美元很小额的资产来说的。投资者也不知道该公司一多半的利润来自于31只新上市的热门股票。实际上，该基金只需要买人每个新上市股票的100~400股就可以得到很大的效益。62%的利润率不切实际地拔高了投资者的期望，但同时这也是一个不能长久维持的业绩。当Van Kampen高级经理决定向公众销售基金时，在6个星期之内，大约有1.5万人投资了1亿美元。Van Kampen在对于公司是否犯罪的问题不置可否的情况下，面对证券交易委员会的指控承认误导了投资者。

① 超前交易（front-running），经理人得知大客户即将下单，自己就先一步进场买人，先于客户处理自己的交易。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由Dreyfus公司管理，归Mellon财务公司所有的一家基金，也是在对公司是否犯罪的问题三缄其口的情况下，因为用无法维持的高收益率欺骗投资者而受到指控，并为此付出了300万美元。该基金的管理人员声称收益率为80%，却没有告诉投资者这是因为基金接受了本应该分配给其他Dreyfus基金的首次发行的股票才会有这么高的收益率。

1996~1998年间，Legg Mason投资银行的投资经理夸大了其下属的两个基金中的普通债券（私下进行交易的公司短期信用借据IOUs）的价值，欺骗基金投资顾问及其所属的经理。因为对她的监督不够完善，使得她能够在报告每天所管理投资组合中的普通债券的价值时，编造虚假数字，甚至在债券发行人不能按时履行偿还利息的义务，行将破产的时候，她还是用一些精巧的诡计高估基金价值，诱骗新的投资者花更多的钱买入基金。Legg Mason投资银行避开了公司是否犯罪的问题，只承认自己对投资经理管理不善，应付了证券交易委员会的指控。

或许，基金行业应该把更多的精力放在尽最大的努力捍卫投资者的投资，并增加投资者的收益方面，而不是夸大基金业绩方面。在过去的20年中，这个行业已经成为金融业的发电站。但是随着基金业越来越把自己当成引人注目的市场操作者，而不是别人资金的代理人，基金业正在面临失去投资者信任的风险。在我任职于证券交易委员会后，我不得不从个人投资者的立场出发，从共同基金的缺陷中（共同基金的七宗罪）吸取了很多有价值的教训。

高额手续费扼杀利润

共同基金最严重的罪恶之一，就是投资共同基金的高额成本。不管投资者如何想，投资于基金并不是免费的。基金每年从投资者那里收取的手续费达500亿美元。在基金招募说明书的开头，有酬金和费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用一览表，赎回费用单独列出。这些数字看起来没有什么，平均比例是1.38%，但是它们却可以在很大程度上减少投资者的收益。虽然基金行业试图把关于费用的争议一笔带过，但是投资者应该知道关于基金的一个基本事实：从投资额中扣除的费用常常决定着投资者是亏损还是盈利。

你最近一次想到支付共同基金手续费的问题是在什么时间？大多数人对于手续费问题连想都不想。对于基金行业来说，这再好不过了。基金业做的就是吹嘘共同基金有多好，同时对投资者付出的成本闪烁其词 。对于基金行业来说，基金特征设计最成功的地方，就在于他们巧妙地将手续费伪装成投资者投资资产的一定百分比。大部分人都会认为每年2%的手续费是相当低的，却没有意识到这实际上是很严重的抽款行为。

还有自动地将手续费从基金收益中扣除的方式——投资者从来看不到发票，也从来不用签发支票，这种方式使人感受不到手续费的存在。假设投资者将1万美元投资于美国股票基金，费用率为2%，赎回基金费用率为3%。如果20年中投资者每年的收益率为7.5%，投资者将会得到几乎增加了两倍的钱——27 508美元，但投资者也会支付高达14 970美元的手续费，并放弃这14 970美元在20年中可能产生的收益，这远远大于大部分美国家庭在20年中用于购买生活设施的钱。

投资者可能已经知道，按有无手续费的标准划分共同基金被分为两类：收费基金和免佣基金。这里的费用是指一种一次性费用或者佣金，它是在每年的管理费用之外收取的，主要包括支付给负责管理投资活动的投资顾问的酬金，以及基金公司的一般管理费用。收费基金一般在投资者开立账户时收取占投资总额3%~6%的费用。有时候费用是在投资者赎回基金的时候才收取的，所以又被称为“赎回费用”或者“递延销售费用”。

如果基金从一开始就将投资者的储蓄拿去5%的话，投资者自然接受不了。因此基金就想出一些办法，即把投资者每年支付的费用表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示为占投资者投资于基金资产的一定百分比，以此来掩盖其中的一些费用。这被称做是“分摊”费用，在投资公司法中的规则对这项费用做了规范后，又被称为“12b-1”费用。

这些费用应该可以抵补销售和广告费用。例如，经纪人的佣金经常就是从12b-1费用中提取的。当然免费电话的成本也从这里出。投资者投资的共同基金在电视上做广告的时候，为30秒支付的昂贵的成本也是12b-1费用（见术语表）中的一部分。投资者应该避免投资收取此种费用的基金，这些费用只是从现存的投资者身上赚钱来吸引新的投资者进人。投资者为什么要花钱告诉全世界自己持有的基金有多么好？

免佣基金也收取费用，像收费基金一样，它们收取管理费用。有些基金在投资者售出其股份时还会收取“退出费用”。有的甚至也收取12b-1费用，但是不能超出资产的0.25%，否则就不能称其为免佣基金了。

费用令人感到迷惑，但是如果投资者知道如何查询的话，也不是不能计算的。最好的办法是阅读基金招募说明书前面的费用表，来查询基金每年要收取多少费用。表中列举了需一次性缴清的费用，像前收费和后收费；以及连续发生的费用，像咨询费用和12b-1费用。最好的比较方法是查阅费用率，这是每一份说明书都会列出的一个重要数据。费用率——即费用占投资者投资金额的百分比，也就是表示投资者的钱被基金费用吞去的部分。这个数字里面包括12b-1费用，但是不包括前收费和后收费（它们是一次性收取的）。

1%的费用率就表明，如果投资者进行1万美元的投资，基金每年就要收取100美元的费用。因为美国投资于股票基金的费用率平均为1.38%，所以每1万美元中就有138美元不能用于投资。最具成本效益的基金公司设法将它们的费用率保持在1%以下，Vanguard就是行业中收费最少的一个，费用率是0.27%。最大的投资集团，富达投资集团（Fidelity Investments）的平均费用率是0.75%，但有些基金的费用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率还是到了高达4%这样一个令人费解的地步。

指数基金的费用率是最低的，指数基金的投资活动不需要太多的研究和管理技巧，因为这类基金只是买入在特定指数中列出的所有股票，或者是其中具有代表性的股票（像标准普尔500指数），并设法超过指数业绩。投资活动比较频繁的基金费用率高，因为他们不得不为研发活动以及进行股票投资的专家支付酬金。小型基金的费用率比大型基金的费用率高，因为任何基金的运营成本都是随着资产的扩张而增加的，基金成长起来以后，就可以从规模效益中受益。费用率最高的是国际基金，因为需要雇用一些必须懂得对不按照美国会计准则和信息披露原则进行经营的公司进行管理的专家，同时，在投资过程中防范汇率风险也会有一些额外成本发生。

有人可能会认为费用率高的基金管理水平会比较高，这样想的原因是认为费用率高的基金可能会聘请水平更高的基金经理和投资顾问。正如现代和奔驰的区别，你认为物有所值，对吗？对汽车行业来说，投资者这样想可能是正确的。但是对于共同基金来说，情况则完全不同。费用率1.5%的基金比费用率0.5%的基金好不到哪里去。实际上，很多研究得出的结论是，费用率低的基金反而比费用率高的基金做得好。原因很简单，就是因为费用率为1.5%的基金从起步开始，就要连续不断有比别人高的收益，这样才能和费用率低的基金同步。

让我们一起来看看费用率高低的影响。假设投资者投资1万美元于基金A，股票市场在随后的20年中每年的收益率为7.5%（相对于过去30年中股票基金每年12%的收益率来说这是一个保守的估计）。如果基金的费用率是1%，20年中，1万美元的投资额会增加至34 743美元。如果基金B的费用率为2%，或者是比基金A的费用率高出一个百分点，假定基金B投资于和基金A相同的股票，20年中，1万美元的投资额会增加至28 359美元。和基金A相比，收益减少了18.4%。所以费用率高的基金永远处于追赶的态势下。

顺便说一下，我不是自己心算出此结果的，而是用证券交易委员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会共同基金的计算器计算的，这可以在证券交易委员会的网站www.sec.gov上找到。投资者进入之后，点击“互动工具”，再点击“共同基金计算器”，在上面投资者可以对债券和货币市场共同基金按照不同的假设做类似的计算。但是一定不要把苹果和橘子做比较，不要将低成本货币市场基金和高成本的国际基金相比较。

还有另外一种技巧可以帮助投资者对共同基金费用进行比较。不过不要把1%、2%的费用率单独比较，而是要看投资者预期的收益百分比是多少。这里有一个例子，如果一个基金广告说它的费用率是1.5%，而投资者合理的预期是一年后投资于基金的收益率为7.5%，那么真正的费用率就是20%（1.5 ÷ 7.5=20%）。而费用率为0.5%的基金的费用吃掉你投资收益的百分比只为6.6%（0.5 ÷ 7.5=6.6%）。

很自然地，投资公司学会（Investment Company Institute，简称ICI）也是基金行业集团，当然要为共同基金辩护，它声称在1990~1998年间，股票基金费用实际上已经下降了25%。事实并不完全如此。投资公司学会没有说在同一期间，基金资产增加了2 000%。行业中的任何一个人都可以向投资者解释在管理资金时的规模收益：管理的金额越大，管理的成本就越少。投资公司学会没有将每年倒闭的5%的基金高额成本计算在内，也没考虑一般基金持有的占其资产比例为5%~7%的现金。这些钱没有被用于投资，但是投资者还要为其支付管理费用，因此随着收益的递减就会出现“机会”成本。Vanguard集团的创立人约翰·博格是指数基金的先驱，他指出持有股权基金的真正成本大概为2.5%，远远高于1.4%。

有些专家，像晨星公司（芝加哥一家对共同基金进行评级的机构）的管理董事丹·菲利浦，认为费用高的基金中会出现一些特殊的问题。正如上面已经说明的，收费高于平均费用水平的基金，它的收益也要高于行业平均收益，否则他们在晨星公司的排名就会落后于其他公司。菲利浦说，这就迫使投资管理人员拿着投资者的钱去冒险。总部在密尔沃基的Heartland集团提供的一个例子，可以说明当基金拿着投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的钱进行高风险的投资时会出现什么情况。Heartland集团下面的三个基金投资于由州和地方政府为疗养院、排水系统发行的，但是没有保证的高收益债券（垃圾债券，价格低但风险大的债券）。当基金需要售出它的一部分资产的时候，也就是发行债券筹集的资金所支持的项目不能按期偿还利息，恐慌的投资者要兑现的时候——基金没有流动现金，也无法进行交易，债券收购人从Heartland手中接管债券时提出了非常高的价格。Heartland的一个基金在一天之内损失了70%的价值。2001年3月，证券交易委员会强制将该基金进行破产接管。

税收陷阱

共同基金的第二宗罪是税收。很吃惊是不是？除非投资于享受税收延免优惠的退休基金，例如公司401（k）计划和个人退休账户，否则投资者就有可能在售出投资组合中的股票时，为投资所得收益纳税。更让人吃惊的是，投资者还有可能在亏损的时候也要纳税。

要想知道为什么，就让我们先回顾一下前面的一些内容。根据法律，共同基金是不纳税的，它们将这些税转嫁到了投资者即股东身上。如果基金经理售出股票的价格高于购买时的价格，这个差额就叫资本收益。如果基金持有股票的时间不到一年，投资于基金的投资者所获得的资本收益是按照普通的税率（对大部分的投资者来说税率为28%~38.6%）来纳税的；如果持有时间为一年以上，税率为20%。

投资共同基金的收入要纳税的理由有以下几个。原因之一可能是基金的业绩不好。如果基金运营业绩下滑，股东就会兑现股票，这就会迫使基金出售资产来应付这些抽资行为。即使有一部分投资者并没有兑现，他们却仍然要为所持有的那部分证券的资本收益纳税。

纳税的另一个原因是红利。红利是公司每季度的收益分配到每股的收人。许多投资者通知共同基金将他们的红利自动进行再投资，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是说让基金以投资者的名义买人更多的股票。但是即使投资者进行了再投资，没得到一分钱的红利，按美国税务署的规定，这些红利仍要纳税。

第三个投资者拿到税单的原因是较高的周转率。周转率是用来衡量基金买卖股份频率的，有时候也是衡量寻找下一只价格会攀升的股票或者是被低估但马上会上涨的股票的频率。根据Lipper的报告，2000年，基金平均周转率为122%，这表示整个的投资组合在1-12月份之间是不相同的，被置换的股票中的22%也发生过变化。我个人认为这样的周转率过高。而周转的动力其实是基金经理的酬金决定的，大部分基金经理是以税前而不是税后的收益来收取报酬的。如果以税后的收益决定他们的报酬，我肯定周转率会下降，资本收益分配也会减少。

2000年投资者投资于基金业所得的资本收益零零散散加在一起达3 450亿美元，但其实这些收益是在整个20世纪90年代积累起来的。2000年在科技股行情下跌时，投资组合管理人员疯狂抛售相关股票，这虽然使基金的价值有部分的损失，但综合90年代的积累，表面上看来投资者仍然有资本收益。

投资者买人某只基金，也就相当于买人了一份税收义务。例如，假设投资者在12月20日以每股10美元的价格买人总价值为1万美元的基金XYZ。第二天，基金核算出它整年的收益为平均每股2美元，投资者持有1 000股，因此也就会分配到2 000美元的收益——投资者为此要纳税。因为在12月21号的记录上，投资者已经是股东，所以就不得不和在同年1月1号进行投资的投资者缴纳相同的税额，不同的是年末的投资者就显得不划算。最后，投资者投资于该基金的钱仍然是1万美元，因此投资者可能会认为正好扯平，但是现在投资者已经为其所有的2 000美元收益承担了纳税义务。很快投资者就会收到基金发出的“1099表格”，表格中列出了投资者的分红以及短期和长期的资本收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

减少纳税的方法之一是避免在12月份买入基金，那个时候正是基金进行年末税额核算的时候。另一个方法就是根据税后的而不是税前的收益来判断、选择基金。大部分基金在做广告的时候不透露这些数字，但是从2002年2月起，证券交易委员会要求共同基金在基金招募说明书中对税后的年末业绩进行报告。

对投资者来说幸运的是，突然出现的新形式的基金开始寻找减少税收的办法。例如，一些名牌基金，将新投资者的钱进行集体投资，买入和原来基金所投资的相同的证券，但是新的投资者却不为其资本收益承担任何的纳税义务，因为他们的投资被设置了优先权。到2001年12月，证券交易委员会要求那些将吹捧自己能够有效降低税收的基金在广告中要包含有税后业绩的相关内容。

回扣、佣金和失败

我想到的基金的第三宗罪是，有些基金的运作不够公开透明。他们不希望投资者知道很多关于基金总部窗户后面发生的事情。对所谓“软钱”①的使用就是基金公司喜欢用来保守秘密的方法之一。软钱是一种合法的回扣形式。投资组合经理每进一次交易，都要付给执行交易的经纪人佣金。在很多情况下，基金公司宁愿付给全职经纪人更高的佣金，也不愿通过贴现经纪人进行交易，因为这样基金就可以通过软钱的形式得到折扣。折扣省下的钱就用来进行研发、购买软件和计算机设备。

软钱由谁来支付？当然是投资者。证券交易委员会估计近年来软钱交易超过10亿美元。其典型表现是经纪商佣金每增加1.6美元，银行信贷就会相应增加1美元。美国国会在1975年通过的所谓“安全港”

① 经纪商以提供研究的名义向客户收取的费用若并入佣金中，称为“软钱”。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法使得这种形式的回扣合法化。立法委员会允许基金经理收取超出必要额度的佣金，条件是多出的部分能够以研发或者其他服务的形式反馈回来，用于基金投资者。

软钱存在两个问题。第一个问题是这个系统是不透明的。正如投资者可以想像到的，软钱会被滥用。1998年，证券交易委员会发现有些基金管理人员用软钱发薪水、支付租金，甚至去度假。而且虽然软钱协议按规则要对投资者进行披露，但大多数情况下基金并没有这样做。第二个问题是大部分基金公司为了得到软钱回扣，没有利用更有利于节省成本的方法进行交易。低成本的电子交易系统，例如Archipelago和Island，能以每股2美分进行很多交易。但是基金公司却坚持用诸如高盛这样的高价位的交易系统（利用高盛进行交易每股要花费5或者6美分），其目的就在于从中能得到软钱利益。

在前面我提到了基金不愿对外公开基金经理的报酬问题。最近由罗素雷诺兹咨询公司（Russell Reynolds Associates）进行的调查发现，美国国内股票基金经理的平均报酬是436 500美元。基金经理赚多少钱？投资者可能从来不知道，因为证券交易委员会没有要求基金公司在说明书中对此进行披露。基金经理要求知道自己买人股票的发行公司首席执行官报酬的每一个细节，却不情愿对基金持有人透露他们的报酬情况。

大部分基金公司也不会告诉投资者公司给基金经理的利益激励机制是怎样的。和经纪人类似，基金经理的报酬结构中也存在歪曲他们代理行为的内在问题。如果投资者投资的基金已经赚取的资本收益每股有1美元的资本所得税，投资者就要弄清楚基金经理是不是以税前收益为基础来收取报酬的，如果是这样，他就不会关心税后的情况是怎么样的。承担资本所得税的是投资者而不是基金经理，所以即使基金有了资本收益要纳税，也与他无关。

投资者要了解投资组合经理的报酬问题还有另一个原因。近年来，共同基金和对冲基金（满足富人需要的并且不受证券交易委员会监管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的基金）为了争夺顶级投资组合经理而展开竞争。与共同基金不同的是，对冲基金对投资组合经理支付报酬的形式是允许他们将收人的20%甚至更大的比例作为他们的报酬。为了使投资组合经理不再为了此类收益而跳槽，很多基金公司也开始经营对冲基金，并且也允许现有的基金经理运营对冲基金。这样就产生了利益冲突问题。比如说，基金经理分配到了首次公开发行的股票，是给对冲基金还是给共同基金？如果两个基金都持有正在亏损的公司的股票，哪个基金将首先摆脱不利的情况？投资者应该要求基金公司披露基金经理的报酬问题，或者最低限度，弄清楚到底有哪些有优先权的其他基金由该基金 经理负责。

另外一个被基金公司再三利用的诡计是掩盖基金的失败。假设一个共同基金公司创立的基金经营彻底失败，在一年之内或两个经营期内，净资产价值（基金每股价值减去负债后的余额）大幅度减少。怎样来粉饰这样的错误？它们会建议投资失败的基金的持有人参与到更大规模地经营更好的基金。谁会拒绝这样一个交易呢？投资失败的基金的持有人被说服了。基金经理的错误也很快被人遗忘，又有谁会因为能投资于一个比以前更大而且持续盈利的基金而站出来大发抱怨呢？哪个行业都不会为了保证程序的公开透明，而将所有的细节都公诸于众。

指数基金或管理型基金

第四宗罪也是基金行业肮脏的秘密：大部分交易频繁的管理基金的业绩没有达到标准。每个基金公司都会将自己的业绩与某个基准做比较，或者是将一揽子由基金顾问投资的股票或债券作为业绩标准。到2001年12月30日为止的一年中，根据晨星公司的调查，美国47%的国内股票基金的业绩不如标准普尔500指数，而且是在标准普尔500指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数下跌了13.4%的情况下。即使这样，2001年对于管理型基金来说还是年景好的一年。

专家们对于指数基金和管理型基金孰优孰劣的讨论已经持续了好几年。指数基金的支持者说，活跃的投资基金将钱浪费在支付第一流的分析师和选择股票进行投资的操盘手的高工资上，就为了设立只赢不输的投资组合。因为交易频繁所以交易成本也高。但即便这样，大部分投资基金的业绩仍然不如保守的指数基金业绩好。

另一方面，管理型基金的支持者认为指数基金的业绩也并非一直是这么好的，正如在2000年3月高科技股大萧条之后12个月的表现。管理型基金的狂热爱好者还认为指数基金虽然不错，但是太乏味。市场行情看涨的时候，指数基金只是跟涨，但是没有丝毫过人的表现；而市场行情下跌的时候，指数基金也只会顺势下滑。

在这个争论中，双方各有利弊。著名基金评级服务公司Lipper的高级研究人员唐·卡西迪（Don Cassidy）说，在过去的20年中，有12年的时间，积极管理的基金的业绩要比指数基金好。但是如果比较双方过去20年中的收益（包括费用但是不包括赎回费用）的话，指数基金的年收益要稍稍领先一些，总收益率为12.59%，而管理型基金的总收益率为12.4%。如果把赎回费用也算在内，指数基金就能以每年高出1.2%的优势击败管理型基金——如果要将10年和20年中高出的收益加在一起的话，这是一个很大的数额。

管理型基金经理可能会辩称说他们不能击败指数基金的原因是投资公司法中一个5%条款。这个条款要求基金为了在市场中实现投资多样化（大部分的基金也希望能多样化），单只股票的价值在基金75%的总资产中不能超出5%的比例。换句话说，基金资产中只有某一只股票的比例可以达25%，但是对于剩下的75%的资产，基金就要遵守5%规则的要求。这就意味着一个多样化的基金必须投资于至少16只不同的股票，如果其中一只股票的比重超过条款规定，基金就必须将其出售，直到符合规定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是与管理型基金的高额费用相比，5%条款便不应该被责怪了。当手脚被束缚的时候，要管理型基金的表现好于指数基金是很有难度的，更不用说让它们与指数基金平起平坐。而且如果投资组合经理看到业绩开始下滑，就进行更多交易的话，这只会使它们被套得更牢。

在活跃的基金经理中还存在群体效应。他们中的大部分会成群结队地投资于相同的公司，并且常常忽略那些新的虽然做出郑重承诺但前景不是很明朗的公司。即使他们知道基金错过了投资良机，也会觉得无所谓，因为同行中像他们这样错失良机的大有人在。

业绩文化

第五宗罪是第四宗罪的近亲，那就是共同基金过去的业绩。投资者投资于基金的时候首先考虑的是过去的业绩，然而过去的业绩不可预测未来。基金在报纸和杂志上花高价做广告，吹嘘它们在过去1年、3年、5年或10年的业绩。我必须承认，我也注意到那些诱人的数字。共同基金行业不负责任地促成了“业绩文化”，即使它们很清楚地知道这样会误导投资者。在共同基金业，事实上，既往绝非未来。

投资者可能会问：如果基金业的目的是帮助投资者赚钱，它们为什么又要误导投资者？答案是基金经理处于一个残酷的行业中，他们的工作业绩依靠他们吸引新资金进入的能力，而这又是靠基金在行业内出色的表现和在晨星公司调查中的名列前茅。随着资产的增加，从管理费用中得到的收入也在增加。但是如果基金业绩在行业内排名落后，其级别也会随之降低，这样它就不能再吸引新资金进入了。

这个体制的问题在于排名，排名是根据过去的表现做出的，这并没有告诉投资者任何关于基金未来的情况。这就像是从汽车后视镜里看前面的路。调查表明，投资者在任一年中投资排名在前10%的基金，一年之后，这些基金中4/5的排名都落在了10%之外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了过去的业绩之外还有更重要的因素要考虑。其中的两个——税收和费用，我们已经讨论过了。还有很重要的一点是了解一家基金的管理经验。晨星公司在2000年3月~2001年3月，也就是在股市下跌、几乎所有的美国国内股票基金都赔钱的时候，对基金经理的表现进行了观察。同时期一家由任期至少是4年的团队经营管理的基金损失较轻，比标准普尔500指数和一般的股票基金损失要少。事实上，管理资历越深，损失就越少。

更换基金管理经理——也就是对基金每天的投资做出决策的人，也是一个很有价值的信号。Legg Mason Value信托基金的经理比尔·米勒（Bill Miller），是创造了连续11年（也就是1991~2001年）业绩超出标准普尔500指数的传奇人物。如果他离开了基金，他的继任者可能不会有同样的成功率。或者是经理人没变但是投资策略变了的情况，投资者应该不会希望一个基金突然改变策略，重复上一年的结果吧。

言行一致

第六宗罪是大部分基金经理不能做到言行一致。他们中的多数都说长期投资好，同时也对持有基金的股东进行说教，让股东进行长达10~20年的长期投资。但是正如我前面已经说过的，基金经理的典型做法是每年至少对投资组合中的股票进行一次交易。如果上市公司的季度收人没有达到预期，即使它的长期前景是好的，也会将该股票出售。即使这可能影响到最后的利润。但是基金招募说明书中很少披露，也不解释这种短线行为。

晨星公司在1998年就周转率对基金业绩的影响进行了研究。发现周转率越低，基金业绩越好。这是因为周转率会追加交易成本（比如经纪佣金），成本增加就会减少收益。那么为什么经理还坚持疯狂地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入和卖出的策略？这是因为他们相信，每天都对基金持有的股票进行交易，以他们的眼光和智商可以获利，增加基金的价值，而不是通过买入并长期持有的方式来增加基金价值。“他们的做法就是短期的投机行为。”Vanguard的创立者博格尔抱怨说，“所有的这些都在以高成本和高税收影响着投资者，但是对于基金业绩来说，却看不到一点起色。”

有太多的基金经理在他们认为市场行情要涨的时候买入股票，而在他们认为行情要下跌的时候卖出股票。换句话说，他们是在试图与市场保持一致。大部分专家都曾对争取不可能的事情的愚蠢尝试发出过警告，没有谁聪明到可以预测市场的涨跌。

基金董事：是奇瓦瓦小狗，不是笃宾猎犬

当一家公司的股票因为管理不善而受创的时候，基金经理总是第一个问：董事会成员到哪儿去了？在很多情况下，共同基金都把责任归于缺席的董事，对董事的约束有助于将公司治理结构变得对股东来说更友好一些。但是当涉及到共同基金的治理结构的时候，基金经理就开始言行不一了。看起来基金经理喜欢哈巴狗胜过看门狗。沃伦·巴菲特喜欢说共同基金是从奇瓦瓦狗窝里而不是笃宾猎犬窝里选董事。原因之一就在于基金董事会起不到应有的监督作用，虽然这样，基金董事仍能得到丰厚的报酬和津贴。报酬最高的十大基金家族在目前每年付给独立董事的报酬平均为15万美元。

基金董事会如此消极的另一个原因，是他们对于投资者来说是隐匿的。直到最近，如果投资者不要求查阅“附加信息表”，仍然不会知道他们的名字。从2002年起，在基金年度报告中必须列出基金董事的名字，但是要与投资者之间真正达到互动，还有很长的一段路要走，这是董事能真正代表投资者利益的惟一的道路。基金股东可以采取的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个措施，就是要求董事在年度报告中回答两个重要问题：第一，董事能够证明他考察了不止一位投资顾问，最后选中的投资方案比其他所有的都好吗？第二，董事能够证明他最后收取的咨询费用是他所能为投资者争取到的最低费用吗？投资者有权发问，并且不要满足于他们空洞无物的回答。

证券交易委员会用来加强基金董事会应有作用的办法是，从2002年7月1日起，要求董事会成员的大部分要和投资顾问保持独立，高于原先规定的40%①。现在，董事不加入基金也能控制基金的运作，诸如选举管理人员、安排会议、指定独立董事代替空缺的董事。

表里不一

基金的第七宗罪就是表里不一。许多基金的名字都带有误导性，有的则干脆就是完全的欺骗。20世纪90年代末科技股泡沫，有些投资组合经理就利用投资者追赶潮流的倾向，在他们基金名字的前面加上“互联网”字样。现在这种现象已经很少了。从2002年7月起，证券交易委员会要求基金至少投入80%的资产于本基金名称所代表的证券，高于先前规定的65%。这个新的规则就迫使自称为美国政府基金的基金，在东亚政府债券比例超出基金资产20%的时候，抛售东亚政府债券或者改变名称。同样地，自称为股权收益基金的投资组合中不能有超过25%的不支付红利的股票。实际上，有500多家基金因为达不到80%的比例要求而更改名字。例如，银尉斯克（Invesco's Blue Chip Growth Fund）的蓝筹成长基金就更名为成长基金，因为其60%的资产是科技股票，在现在的情况下，其中的很多都不能被称之为蓝筹股了。

① 美国投资公司法规定，投资公司董事会40%的成员必须独立于投资公司、投资顾问和承销商。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，在共同基金内部，也并不是表里如一的。"80%规则"明显允许基金将资产的20%投资其他的任何证券。如果一个基金的名字是美国政府债券基金（U.S. Government Bond Fund），投资者可能会认为该基金资产是以美国国库券的信用为后盾的坚如磐石的债券。但是其基金投资组合中会有20%的高收益债券，也就是垃圾债券。

破产的Heartland基金之一，自称为Heartland短期高收益市政公债基金（Heartland Short Duration High-Yield Municipal Bond Fund）。投资者可能就被"市政"一词给愚弄了，这对大多数人来讲意味着安全和保障。但是该Heartland基金投资的债券很少是由政府发行单位做担保的。Vanguard短期市政公债基金（Vanguard Short-Term Municipal Bond Fund）也有相似的名字，但是它投资的却是由当地政府担保的评级较高的债券。

整个基金业一直在辩论，证券交易委员会是否要规定基金以更高的频率披露其投资组合信息。目前，基金必须两年一次在股东报告中披露其投资情况。在证券交易委员会，我同意行业内的观点：过多的披露会导致费用增加，而且不能引起大多数股东的重视；过多的披露会将基金投资策略泄露给超前交易人，从而会对基金产生不良影响。专业的交易人在基金购入股票之前购入股票，目的是一旦基金的出价引起股价攀升，就抛售以从中获利。

但是现在我相信，进行每月一次的披露，或者是加上60天的后延期限，基金就不会有超前交易产生的不良影响。更频繁的信息披露会让Heartland的投资者对他们投资的债券基金有更详细的记录，每月一次的披露也让投资者知道他们投资的基金是否遵循了既定的投资策略，财务计划师也能知道他们的客户是否进行了适当的分散化投资。

基金可能因收费不同而分为多种类型，投资者会被收费基金的类型搞得晕头转向。许多收费基金有A、B、C三个级别，每种基金的费用根据投资者希望收回投资的速度和难易程度的不同而不同。持有基金中不同级别的证券，投资者的权益是一样的，但是投资者的收益却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

千差万别。例如，XYZ基金的A级投资者，在买入时缴纳5%的前费用。如果总投资额为1万美元，这就是说只有9 500美元被真正用于投资。大部分A级股票每年收取的市场行销费用率为0.25%。B级的股票不收取前费用，但是每年的市场行销费用率为1%。在大约6年之后，B级投资者可以转换为A 级并且适用低的年度费用率。经纪人会推荐B级股票，他们会告诉投资者这样可以不缴纳前费用。但是B级股票从长期来看费用更高，一部分投资者最好还是投资于A级股票。

至于C级股票，基金公司正在对各种费用结构进行试验，目的是保护自己在投资者频繁买入和卖出基金的过程中不受影响。当投资者兑现抽资的时候（投资者持有一家基金的平均年限是4年），基金公司会为了偿付投资者而赎回股票，同时也有与此相关的文书工作要做，这样就往往会有损失。有些基金现在收取前费用和后收费用，还附加收取更高的终身年度费用率，典型的费用率大概是1.85%~2%。例如，Prudential，其C级股票的年费用率为1.62%，外加1%的前费用和1%的滞后附加费。C级基金最初旨在排除投资者变化无常行为的影响来保持基金资产的稳定性，但它们设定的高额手续费和其他费用对投资人来讲完全是惩罚性的了。

现在投资者已经了解了七宗罪，可能会感到迷惑，我为什么要投资于共同基金呢？如果投资者能够自律，也有时间亲自选定股票，那就可以不投资于共同基金。但是，如果和大多数人一样，你没有时间去想市场驱动力何在，也不喜欢阅读繁多的公司财务报表，那么共同基金是一个比较安全、比较方便的投资方式。

但是应该做一个明智的共同基金投资者，应该注意各种费用和开支，应该投资于不收取12b-1费用并且费用率低于1%的免佣基金。如果可能的话，尽量避免投资于经纪公司销售的基金，因为它们不但向投资者收取赎回费用，而且它们内部基金的业绩还没有独立基金的业绩好。许多经纪公司内部的基金也是不能转移的，这就是说如果投资者更换了经纪人，就不得不将在原经纪公司共同基金中的投资兑现，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样就会有费用支出。

基金排名的卑鄙竞争

目前，不收费的基金是越来越少见了，因为越来越多的基金公司放弃了直接向投资者销售的方式，改用通过经纪公司进行交易的方式。10多年前，大部分的基金都是不收取手续费的；然而今天大约80%的基金都是通过中介来销售的，而大部分的中介要么是经纪人要么是投资顾问。

在供投资者选择种类繁多的基金中，除了排名靠前的基金外，所有的基金都不能独立自主地吸引投资者进人，于是它们转而求助于这些中介。2001年，银尉斯克投资集团和瑞士信贷资产管理公司将它们大部分的基金业务都改为通过经纪商进行销售。

基金通过中介进行销售这一现象的增长，似乎正代表了投资者希望获得帮助以投资于正确的基金。然而对投资者来说，问题在于他们必须为占用了经纪人和费用模式顾问的时间而向他们支付报酬。另一个问题和操作有关，其实有迷惑性的说法是“收人共享”，意思就是经纪公司将基金列在销售首选名单里，这样经纪人就会卖力地推销基金，而基金公司为此要向经纪公司支付一定的费用。这个做法很类似于食品公司为将他们的产品放在比较醒目的位置而支付的额外费用。根据波士顿一家财务咨询公司的调查，基金业每年要为排名支付大约20亿美元。因为经纪人在向客户推荐产品时，有成千上万的共同基金可供挑选，基金公司就不得不支付这些额外费用，尤其是在这些费用能使基金招聘到训练有素的基金营销人员，因为大家都想去排名靠前的基金公司工作，但是投资者对此毫不知情。在经纪人推荐一个基金的时候，他们所知道的情况不足以让他们发问：你推荐这款基金是因为调查结果显示它对我来说是最好的投资选择吗？或者是因为你所在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司收取了100万美元，所以想要助长它的行情？

如果投资者整天萦绕于心的全是这些事情，那可以选择最容易、最安全的方式，投资于低成本的指数基金。很多Vanguard、富达和美国教师退休基金会（TIAA-CREF）管理的基金都符合我之前列出的标准。例如，Vanguard就有21种不收手续费的指数基金可供选择。最初的时候，可以先投资于包含证券种类多的、虽乏味但是收益有预见性的指数基金——指数基金的变化和标准普尔500指数、威尔夏5000指数行情相一致，并且是以整个市场的行情为基础的，而不要投资于诱人但是变化无常的管理基金。指数基金的增值税少，费用和支出也少。如果投资者想要投资于大盘股票，这样做是最有效的，因为对于投资组合经理来说，他的决策很难优于指数基金。

除了包含广泛的指数基金外，如果投资者还想进行多样化的投资（假定投资者的预算允许），投资者可以在开始的时候，买人投资于小盘公司的基金或者是和罗素2000指数行情相一致的基金。虽然风险比较高，但是从历史上看，小盘公司的总收益也比较高。投资者也可以投资于追随标准普尔中型股指数（S&P MidCap Index）的基金，从标准普尔中型股指数的名字中就能看出它主要投资于规模中等的公司。投资者可能还想投资于价值型基金，价值型基金专门投资于看起来比同辈公司的股票显得便宜而且缺乏吸引力的股票，但是其潜在收益却很诱人。而且在这些年中也有所体现，像2001年，经济形势不景气，投资债券基金就比较好。在利率下跌，经济增长缓慢甚至零增长的时候，债券较之股票更易保值。

如果投资者想不费什么劲儿就能进行多样化投资，那就可以试试混合基金，这种基金以一次性全额购人的方式将股票和债券混合起来进行投资。投资者放弃将其资产在股票和债券之间进行分配的权力，因为混合基金经理对于他们买入证券的相对比例有较大的自主权。即使投资者喜欢混合基金的便利，又不在乎别人对自己的资产如何进行投资分配，但是在投资者的资金不在退休账户中的时候，至少要确保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金买入的债券是免税的。这样，投资者就可以在取得债券分红时不缴纳一般的收入所得税。

或许投资者还想试一试指数基金的变异品种，也就是“交易所交易基金”（exchange-traded fund，简称ETF），即在股票交易所进行的股票打包交易。它将指数基金的简单性和股票的灵活性融为一体。例如，交易所交易基金股票尾随纳斯达克100（Nasdaq 100），纳斯达克100由100只在纳斯达克市场上市的最大公司的股票组成，在自动报价系统中标志为QQQ，也被称为Cubes。Cubes由电脑软件进行管理，没有任何的人为干预，交易方式和纳斯达克100一致。和共同基金不同的是，Cubes可以全天交易，其费用也是最低的——不到0.2%，另外再加经纪人佣金。交易所交易基金的另一个优点是：只在交易所交易基金最后出售的时候才征收增值税，这点和普通股票一样。而一般的共同基金带来的资本收益，即使持有人不赎回也必须缴纳所得税。交易所交易基金变得越来越普遍，到2002年3月止，102只交易所交易基金的资产总额已达到了880亿美元。

下面是帮助投资者在投资共同基金过程中避免发生意外情况的一些经验：

- 不论是股票基金还是债券基金，一定要投资于费用低的不含手续费的基金。
- 避免投资于类型股基金（sector funds），像高科技基金或者是保健基金。经纪公司和基金公司有时候设法推销行业热门股票，但是就像Turbo-Charged网络基金，“热门股票基金”容易在这一年人气十足而在下一年就被踢出局外。
- 不要搞个人崇拜。基金公司利用有名气的资金经理来吸引投资者进入，但是多数基金经理的业绩水平会在一到两年内回归平淡。
- 阅读基金招募说明书。在投资之前，要确认基金主要的收益不是刚刚辞职的经理人工作的结果，也不是由于正好购买了新股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而获得了不错的收益，好似服用了兴奋剂的运动员一样。

- 花时间去问一问基金发起人是否和证券交易委员会有分歧。如果有的话，投资者一定要弄清楚。这个组织可能将精力放在大肆宣传、大做广告上，而没有将精力放在为投资者争取利益最大化上。
- 不要盲目追逐潮流。行为学家发现投资者倾向于一窝蜂地买入业绩好的基金，但是研究表明，本年的好业绩不代表基金下一年就一定会有好的业绩。当每个人都买入某一基金的时候，记住：过去的业绩不保证未来的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章
看透分析师

2002年4月，美国司法部门、证券交易委员会和州政府监管部门开始对华尔街主要公司的分析师可能存在的不道德行为展开调查。为什么有这么多的详细审查？在这之前，纽约首席检察官埃利奥特·斯皮策（Eliot Spitzer），针对美林证券公司分析师的电子邮件发出传票，这些电子邮件似乎可以证实很多人长久以来的疑虑：华尔街分析师经常向投资者推荐的股票的发行公司，都是和分析师所在公司有投资银行业务联系的。在私底下，分析师们其实都在嘲笑这些公司的业绩。美林证券有名的网络股分析师亨利·布德基（Henry Blodget），在一封电子邮件里提到了一家公司，他曾向投资者强烈推荐该公司的股票，然而在邮件里却说该公司的股票是“垃圾”。他在为其他公司发行的股票写出有利其价格上涨的报告的同时，私下却称这些股票是“废物”或者“劣质品”。斯皮策将这些文件公之于众的时候，投资者的愤怒是可想而知的。

虽然美林证券对一切表示否认，然而这些电子邮件显示分析师们以“买进”建议为诱饵，来为他们公司的投资银行家们赢得业务，他们配合公司股票的公开发行，帮助公司进行合并和收购。也有迹象表明，分析师们通过降低股票级别的方式惩罚那些将投资银行业务转给其他券商的公司。并且这些电子邮件也澄清了这样一个事实，即分析师们知道，如果他们能争取到投资银行业务，就能得到更多的报酬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从某些方面来看，美林证券的这些电子邮件并不让人感到非常吃惊。在过去的20年中，华尔街的业务已经渐渐地从零售转向辅导公司新股公开发行，这项业务在牛市行情下为其带来了数十亿美元的利润。研究部门与投资银行业务部门的界线已模糊不清，要分析师正在做着极力向潜在的投资银行业务客户进行推销的事情。华尔街的公司在发展过程中，只是竭尽全力尽可能地攫取这些有利可图的业务，所以只是把证券分析看做是投资银行业务的附属品，而不是散户投资者得到不偏不倚的意见的来源。

对于公众，公司维持着这样的假象，即在研究部门和投资银行业务部门之间存在着所谓的中国墙[①]（Chinese Wall）。我后来意识到中国墙只是被当做营销工具而不是用来防范冲突的盾牌。私下里，华尔街领导者们又允许甚至鼓励把二者结合在一起。华尔街的文化似乎认定，只要新股发行业务蓬勃发展，投资者利益的损失可以忽略不计。在利益驱动和公众利益之间进行权衡的做法已经过时了。

最后，贪婪遮蔽了很多聪明人的商业判断。为了眼前的仅仅数十亿美元的利益，经纪公司以牺牲自己的商业信誉为代价。在一个将信用当做立身之本的行业里，失去的投资者的信任是不能仅仅靠上演一场机智的公众关系运动来恢复的。2002年中期，从公司股价的变动中可以看出它们声望的下降。在斯皮策的调查结果公开之后的4个星期之内，美林证券公司的股票损失了80亿美元的市场价值。如果听从了分析师肮脏建议的投资者要求赔偿，他们提起的私人诉讼也会让公司付出很大的代价。有些公司要想重新赢得投资者的尊重，要花费好几年的时间。

华尔街对这个问题的回应是极其有限的。2001年夏天以来，证券行业曾经有三次试图平息由明显带有偏见的研发报告引发的骚动——两次是在斯皮策的调查结果公布之前，一次是在这之后——方式是签发更多

① 1968年，美国证券监管条例规定，同一券商内部的投资银行部门，与包括研究部门在内的其他部门，在业务信息上应当分立，这就是所谓的“中国墙”，它是证券业中实行的一种“信息隔离制度”。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的、更复杂的规则来监管分析师们的信息披露情况，包括他们在什么情况下可以持有由他们评级的公司发行的股票，他们取得报酬的方式。但是每一次，整个行业都坚持认为分析师的建议不受公司要吸引和留住客户的影响。虽然每一次骚动的结果都使行业内制定的规则变得更加强硬，但这些规则的变化从来没有触及到问题的核心所在。如果华尔街不同意将研究部门和投资银行业务部门完全分离开来，这个话题仍然会困扰着我们。

令人感到悲哀的是，这些损害是华尔街自己造成的。在2000年春天，华尔街有可能避免这些丑闻。那个时候，我第一次试图说服证券交易所（作为自律组织，它们监管着经纪人、分析师和投资银行家的行为）签发一些规则，要求对利益冲突进行披露。但是交易所的董事会受华尔街主要公司领导人的影响太深，他们自身就有根深蒂固的冲突，所以拒绝对此采取任何措施。他们不愿清除后顾之忧的做法说明了他们在自律方面存在的严重问题。

真正激怒我的是来自全美交易商协会的电话。那是2000年12月，我一直在盼望着来自全美证券交易商协会监管部门负责人玛丽·夏皮罗（Mary Schapiro）的好消息。14个月前我请全美证券交易商协会为分析师们制定一套新的行为规则。全美证券交易商协会因创立了纳斯达克股票市场而广为人知。但是全美证券交易商协会在发表对这个问题的意见时不置可否。与此同时，我的噩梦开始成真了。股票市场全面崩溃。许多投资者谴责分析师给出的乐观建议导致了他们的损失。仅仅在2000年3~12月，股市总市值的损失就达3万亿美元。我比以往更强烈地感到全美证券交易商协会必须有所行动，但是现在，夏皮罗的助手打来的电话给了我一个坏消息：全美证券交易商协会董事会根本不愿意对新规则投票表决。“我们没有办法让他们接受这个，”这个助手说，“我们对要采取的措施达不成一致的意见。”

我十分恼火，让夏皮罗接听电话。我对她说，她和全美证券交易商协会主席弗兰克·扎布（Frank Zarb）正在使全美证券交易商协会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蜕变成原来的全美证券交易商协会——原来的全美证券交易商协会以华尔街的利益为中心，而损害投资大众的利益，因此，她和扎布必须对此加以防范。“如果你们不做，那我们来做。”我以威胁的口气说。我的语气可能有点太刺耳。毕竟，她和扎布在一系列的定价丑闻后，为整肃全美证券交易商协会做了大量的工作。而且当时宣布了几个月之后我就要离开证券交易委员会的消息，等于说我的一只脚已经在证券交易委员会门外了。

但是我所剩的用来实现我剩下议程的时间已经不多了，我很没有耐心。我不得不说服扎布和夏皮罗，因为我已经要求纽约证券交易所加强对分析师的管理，但是狄克·格拉索（Dick Grasso）主席不愿意带头回应我的要求，他不想给纽约证券交易所的对手——纳斯达克市场有任何的可乘之机。

1998年，股票市场牛市风头正劲，我认为那个时候分析师已经迷失方向，只有证券交易所才能让他们重新找到方向。太多的分析师在写公司股票的股评报告时，彻底撕下了以前表面上对这些股票持有客观看法的伪装，完全成了为高科技股票无法持久的市面繁荣喝彩的拉拉队队长。

分析师一直在和利益冲突做斗争。他们都希望自己被当成是他们所在领域的专家，这是一件很自然的事情，因此随着时间的流逝，他们就和由他们评定级别的股票的发行公司熟悉起来。这样分析师和公司的利益就交织在一起。但是好的分析师（有很多）意识到了这个职业的风险，并且在努力避免自己的工作因自己和公司管理层的关系而变得盲目。

乐观的预测

究竟发生了什么事？在20世纪90年代牛市的抢购风潮中，许多分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析师变得很懒惰。他们不再辛勤地做必做的研究工作，如解释公司财务报表，为供方、顾客、竞争者分析公司目前的业绩和未来的前景。相反，他们沉溺于公司内部信息的新闻稿。为了保证得到公司的内部消息，他们不再问一些有可能触及到公司薄弱环节所在的关键问题。因为戴着有色眼镜看问题，所以2000年，少有分析师能意识到高科技股票泡沫的破灭也就不足为奇了。

即使在股价下跌之后，也很少有分析师向投资者发出抛售股票的警告。投资者损失了很多钱，而华尔街的公司也损失了一些东西——它们的信誉。

如果分析师尽职尽责的话，投资者听从他们的建议，买入他们推荐的股票，避开他们认为要避开的股票，就能投资成功。消费者买汽车或者冰箱的时候，他们可以查看消费者杂志；买房子的时候，他们可以请专人来检查；但是在买入股票的时候，如果分析师都是公司雇用的骗子，他们该向谁求助呢?

通常情况下，分析师都是某一行业的专家，诸如电信或汽车，并为这个行业内的公司写报告。就像剥洋葱一样，他们一层又一层地将有关公司的以往的信息和它未来的走向揭示出来。他们评论公司的财务状况、管理团队、产品实力、市场份额情况，也评论公司运营所处的经济大环境以及公司的销售能力和增加利润的能力。有的分析师还开着汽车造访公司，以评价新的管理团队或理解新的生产工艺，虽然这种情形越来越少见。分析师用所有这些信息来对公司的未来做出预测，同时还要预测公司股票价格的走势——这样投资者就知道应该在什么时候买入、持有或抛出。

有两种类型的分析师：“卖方”分析师服务于投资银行，投资银行主要的业务是帮助客户进行发行股票和债券的融资活动；“买方”分析师的服务对象是机构投资者，像共同基金、退休基金、保险公司。在2001年，卖方分析师是主要的审查对象，因为买方分析师主要为投资组合经理提出建议，而且这些建议是很少公开的，所以他们被免于检查。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但我们很快就能看到，买方分析师也并不是无可指责的。

“中国墙”的荒诞说法

分析师从独立观察人到胡吹乱捧者的转变不是一夜之间完成的。这个问题可以追溯到20世纪60年代。在那个时候，华尔街公司就已经把分析师看做是营销工具了。我还记得当时我们是怎样向投资者吹嘘自己的分析师和他们所跟进股票的发行公司之间的“特殊关系”的。有些首席执行官也有意将他们公司的季度收益或是其他有价值的信息透露给我们。证券交易委员会当然不会允许这种行为的存在，但是证券交易委员会没有采取任何措施来禁止它，所以我们假定它是合法的，虽然我们知道这样做不对。当我们公司分析师的预测被证明是正确的时候，投资者就会相信我们的确有得到内幕消息的特殊途径，并且愿意通过我们来买入股票进行投资。

那时候，证券公司内有一道中国墙将公司融资部门和研究部门独立性分隔开，而分析师就是这道墙所保护的智慧人物。虽然不是所有的华尔街公司都小心翼翼地遵从中国墙，但他们至少都承认，分析师的工作就是要帮助投资者买入前景良好的股票，卖出已经贬值的股票。1975年前，经纪公司的佣金收入还是华尔街最大的收入来源。因为分析师的收入是从佣金中来的，所以他们的建议越有效，他们吸引到的客户就越多，他们的收入也就越高。

1975年证券交易委员会解除了对佣金的管制后，华尔街的重心就转移了。收入的主要来源不再是佣金，而是诸如共同基金、退休基金这些机构以及投资银行业务。在华尔街新的模式下，分析师的忠诚也转移了。个人投资者跌到了食物链的末端，与此同时，强有力的机构投资者和公司客户升到了顶端。

分析师并不创造收入，但他们很快就学会了通过把自己推销给投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资银行的办法，为公司带来手续费收入。他们也走出去，向公司客户极力推销并且参加投资银行对将要面向机构投资者发行股票的公司进行吹捧的“路演”①。他们开始避免写任何对现有的或潜在的客户不利的评论，而公司管理人员也在根据分析师对待他们的态度来挑选股票债券的承销商。分析师若对该公司股票做出卖出建议无异于死亡之吻，绝不可能争得到该公司的投资银行业务。

畸变的关系网

20世纪90年代，分析师和他们公司客户的关系进一步深化，渐渐形成了被我称为“畸变的关系网”的状况。公司经理人员通过偶尔透露重要信息的办法保持对分析师的牢牢的控制，这些信息无非是销售额或是季度收入。公司也会调高自己的盈余数字，以尽可能地和分析师散播的数据相一致，这两个数字之间即使相差1美分都能对公司造成相当大的影响。对普通投资者来讲，分析师是有预见性的，有的分析师甚至成为投资者崇拜的对象。通过在财经新闻中的简短亮相或者报纸的财经专栏，他们就能把一家公司的股票价格推至最高点。在不想因为做出不利的报告得罪了股票发行公司，从而使自己的收入减少的情况下，分析师几乎从不做出让投资者卖出哪家公司股票的建议。

随着股市行情的看涨，投资者对财经新闻的依赖性也越来越强。每天，华尔街的分析师都通过电视广播对一家或几家公司做出“诗”般的评论。似乎每次我打开电视，都有人询问分析师排名前五名的是哪些股票。但是观众永远也不知道，分析师所在的公司很可能就在为分析师列出的热点股票发行公司中的大部分（如果不是全部的话）做

---

① “路演”（Road Shows）也称“巡回介绍”，意思是将要发行股票的公司主管在承销商协助下向各地可能参与销售的经纪人和购买上市股票的潜在投资者进行介绍，但不可以从事宣传鼓动。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资银行业务。

1999年秋天，我要求下属和一些财经节目的经理谈话。我的两个助手和哥伦比亚国家广播公司的总代理律师以及《华尔街周刊》的制作人会了面。其他的媒体电台中，福克斯新闻（Fox News）和美国有线新闻电视网财经网（CNNfn）拒绝和他们面谈。我们清楚证券交易委员会对媒体没有监管的权力，我们请他们就“什么样的信息披露对观众来说是最有意义的”这一问题提出建议，但是并不要他们对新闻内容承担法律上的责任。就像拔牙一样，没有官员承认投资者是因为对分析师向他们推荐的股票和该股票发行公司给予分析师所在公司的业务之间的关系不清楚而受到损失。对这个问题最典型的回答是：“观众知道分析师在为投资银行工作。”《华尔街周刊》的制作人告诉我的助手说，他们的读者并不经常买卖股票。“我们刊物的读者比其他人要精明得多，”他坚持这样说，“他们知道华尔街的运作方式。”

媒体负责人的反应让我感到失望。在一种不正常的市场安乐感中，他们只考虑到自己节目受欢迎的程度，而不为观众的长远利益着想。在市场监管者和公司承担起确保对冲突进行充分披露的义务时，财经新闻否认他们对此负有任何义务。随着利益冲突日益激烈，分析师建议的严重扭曲一事得到披露，财经新闻节目才开始警告观众要做自己该做的功课。财经新闻节目也开始拒绝给分析师提供论坛，除非分析师披露其推荐名单中有哪些是他们的公司客户。如果早就做这样的规定，现在的情形一定会好很多。

虽然能源巨人安然公司的彻底垮台不会再次发生，但是这个曾一度兴旺发达的公司的倒闭，就是一个证明了我担心可能发生的事情会变成现实的最佳例子。安然的财务报表中诡计多端，就连华尔街最顶级的分析师也承认理解不了。但分析师还是把安然的股票推荐给投资者，因为安然的销售量和收入都在不断增长，而且，同样重要的是，安然对华尔街意味着数百万美元的业务收入。即使华尔街不知道在安然的众多合作伙伴中，由谁来承担安然从资产负债表中转移负债的风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险，华尔街还是乐于将安然当成一个新的、管制解除时代的最具有新精神的公司典范来看待。事实证明，安然的股东和退休人员是完全的风险承担者，因为他们相信分析师们的意见。在2001年12月初，安然的股价跌至不到1美元，17个跟进安然股票的分析师中有15个做出的还是"买人"和"持有"的建议。

有些评论家对此不予重视，他们说安然事件是个例外，但无论如何，没有人真的相信分析师的声明。此外，市场最终会以淘汰常常出错的分析师的办法解决这个问题。这一设法对机构投资者来说可能是对的，但是对于个人投资者就不同了，许多个人投资者不知道分析师面临的利益冲突。其他的专家认为长期持有股票的投资者不会受到分析师意见反复无常的影响。其实这也是一种误导，现在许多个人投资者每天或每周都进行交易，他们尤其容易受到分析师意见的影响。另外，即使是进行长期投资的投资者，如果听从分析师的建议买人了一家前景不好的公司发行的股票，他也会遭受损失，像许多网络公司一样，成名后很快就销声匿迹了，投资于它们发行的股票必定损失惨重。

让我们简单地看一下内部人了解的华尔街真正的运作方式，这是大多数个人投资者所不知道的。直到最近，分析师们还在使用"市场表现"和"观望"等委婉的说法来向精明的投资者和机构投资者发出信号：是时候要抛售股票了。熟悉内幕的人知道这个暗号，而大多数个人投资者不知道。

2000年3月是市场行情最高涨的时候，分析师的超级乐观直接导致他们给出的买卖建议比例是92：1。到2001年7月底，标准普尔500指数下跌了12%，以高科技股为主的纳斯达克市场指数也重重下跌了59%，在这种情况下，分析师做出的买人建议仍然高达65%。让个人投资者感到不可理解的是，从统计数字上讲，只有半数股票的表现能超出市场的平均表现，然而从20世纪80年代末开始，至少半数的分析师不再做出卖出的建议。

一臣不能侍二主。虽然分析师们开玩笑说，他们有75%的时间分别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为投资者和公司工作，但是投资者所不知道的是，赢家是公司。今天，对分析师来说，提供“利好推荐”（正面报道）以换取公司融资业务的做法是普遍的。自然地，公司客户希望他们的股票发行能够成功，而分析师给出的利好报告是很有帮助的。肯定的评价会推动股价上升，这样就会取悦股东，同时管理人员股票期权的价值也会增加，并使公司不容易被收购，管理人员也以可以将公司股份当做进行并购的筹码。

分析师狂热的分析报告对投资银行承销、管理和新股发行业务中股票价格的上升有好处。利好的报告对于投资银行在公司里的私人投机股本的增值也有好处。私人投机股本是很多华尔街公司人员在新股发行的狂潮中从事的副业。而且，如果利好的报告诱使更多的散户投资者买人更多的股票，经纪公司也能从增加的佣金收入中得到更多的收益。

机构投资者知道游戏规则在机构投资者卖出股票前，它们是反对分析师对其投资组合中的股票发出卖出建议的。如果分析师在这个不成文的规则上不配合，基金经理很容易惩罚他们。基金经理可以拒绝分析师所在的券商执行交易。买方分析师也遵循这个规则。他们经常借助广播电视赞扬他们基金中的投资组合，通过这个方式，他们就可以推高股价，提高他们的季度收入，或者将一些他们不想再要的股票卖给不知情的投资者。

众人皆醒你独醉

正如投资者看到的，每个人都平等地参与比赛，除了个人投资者。没有人将规则解释给他们听，而分析师们已经在比赛中得心应手。1980年，最好的分析师年薪为10万美元。而现在，顶级的分析师一年包括红利在内可以拿到1 000万~1 500万美元。许多分析师是根据他们吸引到的投资银行业务数量来领取报酬的。

这种不健康的状况在20世纪90年代末达到了顶峰。1998年1月~2000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年12月的36个月中，有1 250家公司上市，筹集资金1 610亿美元，这是汤姆逊金融证券公司（Thomson Financial Securities Data）提供的数据。明星分析师是投资银行集团里不可或缺的助手。想要上市的公司在选择投资银行的时候，就是看哪家投资银行里的分析师在这个行业里最具影响力。华尔街中没有哪家公司愿意落在后面，因此，分析师的压力就越来越大，他们要在报告中对那些没有收入盈余的公司（实际上，这些公司就像网站的不付款的造访者）大加赞赏，目的就是为了得到投资银行业务。有些公司要求分析师的报告在公开发表之前，要经公司负责该业务的人过目。瑞士信贷集团在波士顿的第一家分支机构打破了中国墙，而且让他们的一部分科技分析师向弗兰克·夸特罗恩（Frank Quattrone）做报告。弗兰克是瑞士信贷集团负责硅谷业务的一位很有雄心壮志的银行家。

摩根士丹利公司融资部门主管对这一流行观点做出的总结追溯到1990年，当时他在给研发部门的备忘录里写道："我们的目标是……一种整个公司都能领会的政策，包括研发部门在内，这个政策就是为了合理的商业操作，不对我们的客户做否定的或者是有争议的评论……"摩根士丹利又否决了这个备忘录，理由是备忘录不能反映公司的政策。但是来看一下摩根士丹利有名的网络分析师，被一份财经杂志称为"网络皇后"的玛丽·米克（Mary Meeker）。米克为一些想要一展宏图的网络公司写长而详细的报告，像eBay、雅虎和亚马逊网站等，她是众多高科技公司追逐的对象，因为她有能力让这些公司的新股成功发行。

根据全美证券交易商协会的规则，分析师做出的每一条建议都必须是有根据的。换句话说，他们不能任意做出判断，但是大部分的网络公司在没有一美分的利润——而且也看不到它们盈利前景的情况下就上市了。对于米克来说，这并不是什么大问题。她把"折现终值"（discounted terminal valuation）作为衡量标准。"折现终值"是将公司5年后预计的利润和增长率折现得出一个数额，作为公司现在的业绩。同时她也使用诸如"眼球吸引力"和"网页点击率"这些没有经过实践证明的办法，来预测网络公司的生命力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1999年，米克使用这些不确定的工具使Priceline.com成功上市，这个网站为顾客提供在线服务，让顾客自己为从飞机票、旅馆到贷款和汽车的每件商品定价。摩根士丹利从这次新股的成功发行中赚取了一大笔达930万美元的承销费，而Priceline.com筹集到了1.33亿美元的资金。1999年5月，米克在Priceline.com股票涨至每股134美元的天价时建议投资者买入，即使这样给Priceline带来4 900万美元的收入，该公司的亏损还是高达2 500万美元。股价跌至每股80美元的时候，米克继续建议投资者买入，甚至在Priceline.com股价跌至个位数的时候，她仍然在建议投资者买入。

美国证券业协会（Securities Industry Association，简称SIA），是著名的投资银行公司（如美林证券、摩根士丹利和高盛）的代表，它藐视关于分析师行为被扭曲的说法。证券业协会声称，投资银行对1988~1999年间的预测是中肯的，这一时期标准普尔500的年收益率达到了16%。证券业协会将2000~2001年间不好的记录提出来当做是投资银行异常的表现，并且声称在这期间所有的在证券市场工作、写报告和做评论的人也都摔得满身带伤。另外，证券业协会还表示，对一个公司的业绩没有做出正确的预测，和屈从于以某种方式来误导投资者的压力并不是一回事。为了证明自己的观点，证券业协会引用了2001年4月份《财经月刊》（*Journal of Finance*）中的一篇报告。这个研究对1986~2000年间长达15年的分析师做出的建议进行了跟踪调查，得出的结论是，和分析师的意见一致的投资者每年的投资效果和股票指数是一样的——2000年是个例外。

但是有太多的其他研究得出的结论证明分析师存在扭曲的行为。例如，1999年由康奈尔大学金融教授龙尼·迈克尔利（Roni Michaely）和达特茅斯学院金融教授肯特·沃马克（Kent Womack）共同进行的研究发现，分析师对于由自己公司承销的股票的态度较之于由他们的竞争对手承销的股票的态度要乐观一些。对1990年和1991年的391家新股公开发行进行了研究后，他们得出的结论是，在证券交易委员会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强制规定的安静期（新股公开发行后大约25天）过后的1个月内，主承销商的分析师做出的买入建议比对手券商的分析师要多出50%。但是在新股公开发行后的两年内，主办券商的分析师所建议的股票的收益率，比那些和公司没有承销业务的券商的分析师所建议的低15.5%。

有些分析师，如罗纳德·格兰兹（Ronald Glantz），已经提供了强有力的证据，证明分析师面临公司客户的压力时，会做出不公正的报告。目前格兰兹已经退休，他先后在添惠公司（Dean Witter）和潘恩韦伯集团（Paine Webber）等公司作为分析师任职长达32年，这期间他主要主管研发工作；在《机构投资者》（*Institutional Investor*）杂志评选的全美明星研究团队，格兰兹连续17年入选，其中7年为汽车行业最佳分析师。他说他曾经有一次降低对一家公司股票的评级，结果就导致这家公司的首席财务官威胁说将终止和格兰兹所在公司的业务。而且如果格兰兹不改变他做出的意见，这位首席财务官警告说，他还会让管理他公司退休基金的银行也中止与格兰兹所在公司的业务往来。幸运的是，格兰兹的老板对这些威胁并不在意。格兰兹说他看到过一些分析师被公司从通讯录上除名，被禁止出席客户公司的会议。有一次，格兰兹在考虑要聘用的分析师名单时，一位客户公司的首席财务官告诉他说这些分析师很不合作，故意散播一些带有误导性的信息。

不诚实的分析还有另外一个负面影响，它扭曲了整个市场的资源配置作用，因为这些分析将资本从一些值得投资的公司转移到了那些用钱从投资银行买来利好研发报告的公司。如果这种扭曲长时间存在，就会破坏资源配置的有效性，而资源配置的有效性正是证券市场存在的第一要义。

华尔街的抵制

为了保护个人投资者的利益，就有必要打破析分析师和公司客户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之间这种互相讨好的联系。证券交易委员会本应该发布新的规则来解决这个问题，但是由于当时正在争论经纪人佣金的事，如果再加上这个问题，就会像捅了马蜂窝一样，激起来自美国国会和整个行业的蜂拥而至的反对。那就意味着抛弃几十年来约定俗成的传统，然而正是在这个传统中，证券交易所才能以自律组织（SROs）的形式存在，并对经纪人、分析师、投资银行家和成千上万的公司进行监管。其实，我希望能说服华尔街从自身的利益出发自愿地对整个行业进行整顿。我也对自律组织施加压力，要它加强对现行规则的执行力度，但是每一次我的努力都遭到了抵制。

我能清楚地回忆起1999年10月在纽约经济俱乐部受到的冷遇，当时我的演讲主题是关于失衡的人际关系网。我谴责分析师依赖公司的指导来预测盈利，而他们自己却提不出预测模型；还谴责了分析师以公正的分析为代价来维持与投资银行的业务关系的行为。我开玩笑地说分析师做出的买入建议就像芭芭拉·史翠珊[1]（Barbra Streisand）的音乐会一样普遍，但是没有人发笑。我对公司为了和分析师的预测结果保持一致就篡改利润，而审计师对公司报告中出现的自相矛盾的问题也漠不关心的状况感到惋惜。之后，我遭到了来自缪里尔·西伯特（Muriel Siebert）的责备，他是贴现经纪公司缪里尔-西伯特（Muriel Siebert & Co.）的所有者，同时也是第一位拥有纽约证券交易所席位 之地的女性。在我发表那篇演讲之前，她还很支持我为改革做出的努力，但是这一次她说我被误导了，并建议我要克制自己，否则华尔街就会毁于一旦。

没有哪个地方的抵制会比来自于全美证券交易商协会的更明显。证券交易委员会和全美证券交易商协会的关系在最好的时期也很紧张，现在更变成了一场猫和老鼠的游戏。我尝试着不去对全美证券交易商协会发布命令，目的是保持它的自律性。但是证券交易委员会在

① 芭芭拉·史翠珊是美国最著名的歌手之一，同时也是一位影视歌三栖明星。她被誉为美国国宝级音乐人士，其影响力不亚于著名政治家。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根本上负有保护投资者利益的责任，所以必须要确保全美证券交易商协会能积级地发挥它的部分作用。

尽管如此，2001年2月我从证券交易委员会离任的时候，全美证券交易商协会仍然没有实现它要提高分析师信息披露程度的诺言，但是它再也不能回避这个问题了。一方面，国会被卷人了舆论之中。无数的新闻记者将分析师报告中客观性的缺失与投资者的损失联系在一起，引起了国会主要成员的注意。路易斯安那州的共和党人里察德·贝克（Richard Baker），是金融服务委员会下属的分支机构资本市场委员会的主席，他看到了类似的报道后勃然大怒。那是2001年5月14日，《财富》杂志刊登了一篇关于摩根士丹利分析师米克的报道，她推荐的包括雅虎、Priceline和亚马逊在内的股票在那一天平均下跌了91%。米克对个人投资者的损失不表示任何的同情，她说她“真正”的服务对象不是个人投资者而是专业的资金经理和其他机构投资者。文章引用她的话说：“每位个人投资者都应该为他们自己进行的财产分配负起责任来。”

贝克看到报道后，怒气冲天。“在我看来，她的口气以及她对自己行为所导致的后果没有任何遗憾的态度，是很没有职业精神的。”贝克这样说道，“她的态度就是：如果有人根据我写的报告进行投资，那是这个人自己的事情。”作为卫理公会派（Methodist）传教士的儿子，贝克具有强烈的民众意识，他看到这一问题后知道了问题的所在，并且立即举行了一系列的被称为“分析分析师”的听证会。他暗示说立法委员会很快就有可能要求分析师服从证券交易委员会严格的监管。

摩根士丹利的高层管理者和其他一些大型的投资银行都对贝克进行“教育”，说分析师是诚实的游戏参与者，总是尽全力帮助投资者区分好坏。他们希望能说服贝克将这个问题搁置一边。然而贝克的怒气有增无减，他说，他们所做的一切都没有用，他觉得华尔街的说客对自己以恩人自居。几个星期后，贝克收到一些显示有人对证明一些分析师违规操作的凭证进行干扰的证据——这些证明违规操作的凭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证可以为证券交易委员会采取强制措施提供依据。这个时候贝克怒不可遏了。

证券交易委员会对8家最大的华尔街公司中57名分析师的操作进行了秘密的审查。结果是：在57人中，3人建议投资者买人的股票正是他们同时卖出的。一位分析师挣了350万美元的利润，一位分析师在对一只股票做出买人建议的同时自己做了卖空操作——即他预测该股票价格将会下跌。在16个事例中，分析师们购入公开发行的新股的价格只是其他投资者购买相同股票的价格的零头。在公司上市后立即做出买人的建议，以此拉抬所持股票的价值。

证券交易委员会审查的结果中最让人感到困惑的是这样一个事实，即只有一家证券公司能准确地说出哪一位分析师投资的上市公司是由本公司的投资银行部帮助融资的。如果券商不能清楚了解自己的分析师持股的情况，那么华尔街又怎么能说正在解决分析师面临的冲突问题呢?

布满漏洞的规则

2001年6月，在第一次听证会召开之前，证券业协会披露了一项最佳“成交”规则，这更坚定了贝克要协助证券交易委员会对整个行业进行整顿的决心。但是证券业协会的举动无论是在战术上还是在战略上，对贝克的行动都是一个障碍。在听证会前夕发布这一规则，贝克觉得证券业协会的目的就是要削弱他。至于规则本身，贝克认为到处都是漏洞。

令人欣慰的是，证券业协会至少承认华尔街存在一个形象问题。这一规则要求分析师公开他们持有股票的情况，禁止分析师进行和他们向投资者做出的建议相反的交易，例如，卖出他们建议投资者买人的股票的做法就是被禁止的。但是这一规则不具有强制性，而且也没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有实施及监督公司遵守与否的具体办法。因为证券业协会的措施达不到国会的要求，所以全美证券交易商协会必须有所行动。

最后，2002年2月，和纽约证券交易所一起，全美证券交易商协会出台了新的规则，要求证券公司取消众多研究报告中最后一页难懂的并且毫无意义的文字。2002年5月，新的规则被证券交易委员会正式采纳。规则禁止分析师向投资银行家直接汇报。分析师不能对争取到的特殊的投资银行业务收取报酬，分析师的调查报告也不能由公司的投资银行家过目。如果分析师持有他们评论的任何公司的股票，都要在报告或者电视财经新闻中的信息披露中予以强调。如果分析师所在公司持有一家公司1%或者更多的股票，也必须进行披露。对于任何公司的分析师来说，还要对公司在过去的12个月中从事的投资银行业务状况，以及在未来3个月是否计划从事该项业务的状况进行披露。为了防止分析师从他们自己的研发结果中谋取不正当利益，对于分析师负责的公司股票发行业务结束后30天内或者是做出某项建议之后的5天内，禁止分析师参与交易，而且他们绝对不能进行和他们提出的建议相反的交易。最后，研发报告必须包括一份关于公司级别评定系统和报价表的详细说明，报价表主要用来反映股票行情和分析师的建议是否吻合。与证券业协会自发的最佳成交规则不同的是，全美证券交易商协会和纽约证券交易所规则从2002年11月起开始强制实施，违反上述规定的分析师一旦被发现，就会被处以罚金并受到谴责。

虽然这些规则对现状有明显的改善，但还是有很多不足之处。尽管证券公司可能不再将分析师的报酬和特定的业务联系在一起，他们仍然能够综合考虑分析师对投资银行业务的帮助和影响来决定分析师的酬金，而且这些规则没有对分析师的推销业务做禁止性规定。我知道有一家公司最近邀请了5家投资银行公司对其股票发行业务竞标。中标的那家投资银行就是靠了分析师而夺得业务的。分析师在新股公开发行之后会写出什么样的报告呢？当然不会是否定性的。

只要华尔街的证券公司继续利用分析师来得到发行业务，现状就不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会有太大的改观。做出客观研发报告的最大障碍在于，华尔街的券商总是从其分析师所负责分析的公司中寻找有利可图的金融业务。分析师从这样的业务中得到的报酬比他们单单从事研发业务的报酬要多得多。

一些损失惨重的投资者对分析师不着边际的乐观建议大胆地提起诉讼。在一个有名的案例中，儿科医师德巴斯·坎基拉尔（Debases Kanjilal）对美林证券的亨利·布劳特提起仲裁。和玛丽·米克一样，布劳特也是网络狂的领军人物。他是哥伦比亚国家广播公司和美国有线新闻电视网电报新闻节目频频出镜的评论员，1999年在电视上至少出现了77次。坎基拉尔声称布劳特在2000年全年，不管股票价格迅速下跌，坚持对InfoSpace公司的股票做出看涨的评论，对他造成了误导。坎基拉尔断言布劳特之所以一直做出这样的建议，是因为美林证券公司当时竞争为一家网络公司的顾问，而InfoSpace有意收购这家网络公司，所以就有必要保持InfoSpace公司股票价格的高价位以使收购工作能够顺利进行。美林证券公司否定了这项指控，但以未披露的价格与坎基拉尔合解，媒体报道这笔钱为40万美元。

斯皮策在调查中搜集到的电子邮件显示，布劳特私下里对InfoSpace的评价没有他在报告中说得那么高，他将这家公司的股票称为“垃圾”。美林证券公司一位向布劳特汇报的分析师在写给他的信中说：“我们造成了投资者的损失，我不希望这样。约翰和玛丽·史密斯失去了他们的退休金，是因为我们不想GoTo. com网络公司的首席财务官对我们发怒。”GoTo. com是美林证券公司争取到的投资银行业务客户之一，布劳特就推荐这个公司的股票给投资者，尽管网络搜索引擎在前两年一直缺乏盈利能力。

市场解决方案

对投资银行来说解决这个问题的惟一办法，是将其经纪业务部门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和研究部门加以分离。我并不是一个盲目乐观的人，但是我知道如果不强制投资银行这样做，分离工作是不会付诸实施的。一个原因就是经纪佣金不能挣到足够的收入来支撑研究部门。个人投资者在大多数情况下都是根据分析师的意见做出投资决策的，他们进行股票交易时不想支付最低限度的佣金以外的费用，这样分析师又少了一个收入来源。但是，投资者必须了解，公司向他们提供的研究报告并不是免费的，投资者总要以其他的某种方式为公司向他们提供的研发服务支付成本。投资者可能从来没有为研发签发过支票，但是存在着隐性成本。分析师对公司客户的忠诚以及分析师给出的缺乏客观性的建议，就是投资者为公司提供的研究报告支付的成本。

证券交易委员会和投资银行可以采取一些简单的措施来挽回投资者的信任。例如，证券交易委员会应该禁止分析师向企业争取投资银行业务的行为。投资银行除了向分析师提供企业的统计数据，不得提供其他任何信息。投资银行一定会为其企业客户包装门面，但是不能因此影响所承销企业的投资决策，而且分析师应该只以他们研究报告的质量为决定报酬的标准。

2002年5月，斯皮策从美林证券公司赢得的一份和解协议，让我们有希望达到切断投资银行业务与研究部门之间关系的目标。在没有承认错误的情况下，美林证券公司公开道歉并同意为不真实的股票评级误导投资者所受的指控支付1亿美元。美林证券公司表示它准备筹备一个独立委员会来对分析师的建议进行审定，并对分析师和投资银行之间的通讯进行监控。更重要的是，投资银行对分析师的报酬不再有任何的影响。相反，对美林证券的期望是其能以分析师的选股能力为依据来决定他们的报酬。

华尔街的其他大券商也可能会采取和美林证券相似的措施，因为现在更多的州开始了类似纽约州的调查。虽然斯皮策和美林证券的协议超出了股票交易所和证券交易委员会的要求，却不能阻止分析师以推销的方式来吸引投资银行业务。美林证券公司不能向企业保证为企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业做“买进”的评级，但是分析师懂得除非写出业绩显赫的报告，否则就无法抓住投资银行业务。而且，负面的评级也将使美林证券的经纪人无法将该股票推荐给散户投资者。根据协议规定，美林证券不能为争得特定的承销和购并业务向分析师支付报酬（美林证券在此之前发表声明说从来没有这样做过），但是如果对投资者有益的话，支付报酬时可以将分析师的帮助考虑在内。因此，美林证券公司可以宣称它所有的承销业务都是以投资者的利益为出发点的，上述规定即可能成为一大漏洞。最后，该协议没有涉及所谓的“唱好”问题，这个问题是说分析师在为期25天的安静期（在证券交易委员会规则要求下，有望增加至40天）过后，发表研究报告，对其负责承销的公开发行的新股大肆宣传。小规模的投资者通常都不能抵制这种夸大其词的诱惑。

有没有更好的方式呢？只要分析师要依靠银行业务来获取收入，要想设计出一种简单、安全又有效的系统来将股票研究部门和投资银行业务部门分离开是不太可能的。但是证券交易所和上市公司还是可以有所作为的。就像债券市场一样，交易所可以要求发行之前，要由独立的分析师对债券进行评级。在很多方面，债券市场不如股票市场透明，但是发行债券前必须由像标准普尔公司和摩迪投资服务机构这样的独立公司对每一种债券进行评级，这使得债券市场优于股票市场。股票评级不是非要由标准普尔和摩迪这样的公司进行，这两家公司在安然破产前4天才降低了对安然的债信评级，这一点让投资者大失所望。我希望其他公司，像Value Line，也能将股票发行的评级作为一项新的业务。为了避免所有的评级都是“买入”，分析师可以联合起来建立一个共同的评级方法，例如确定一个1~5的分级，如果评级为5，就意味着是强烈的买入评级。持股20%的共同基金，可以拒绝投资一家公司，除非有独立的分析师给出3分的评级。这一方法能加强评级系统。

证券交易委员会可以要求公司董事会的审计委员会确保这种评级是独立客观的，正如他们要确保公司的审计员是独立客观的。为什么公司董事会会违反常规聘用一位可能不太友好的分析师来进行评级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？因为许多投资者已经意识到股票市场和分析师、经纪人、审计员以及公司管理层存在可疑行为，要想重建投资者的信任，中立评级机构还将走很长的一段路。当然，这样并不能阻止华尔街其他的证券公司向投资者推荐公司股票，但至少可以要求发行公司在发行股票之前由中立机构进行级别评定。

或者，华尔街的券商可以组成一个独立的研究团队。这个团队可以聘用或与分析师签约，请他们制作他们行业领域的高级报告。分析师的报酬由这个团队的公司会员每年的缴款支付。例如，福特汽车公司是高盛公司的投资银行客户，高盛本身不就福特公司的状况发布研究报告，而是由这个团队对福特公司的股票进行评级。

让分析师名副其实

投资者可以做什么？凭经验来讲，投资者可以做的就是不要将分析师的建议作为影响买卖股票的决定性因素。当然，投资者应该读分析师的报告，这是投资者开始自己分析研究的好办法，但是只把这些报告当成是另外一个信息就可以了。

绝不要仅仅凭一个分析师的建议就买入一只股票。相反，问问自己：这只股票适合我吗？它可以使我的投资多样化，或者能帮我达到资产分配的目标吗？我准备长期持有这只股票吗？我了解这家公司吗？为什么要持有它的股票？除了短期表现不尽如分析师的预测之外，我是否能很好地理解卖出这只股票的原因？对这些问题做出肯定的回答后，就能充分地判断是否要持有一只股票——而不仅仅是因为分析师这样说。

投资者应该了解分析师对某只股票有好感的原因，这样投资者才能不受分析师建议的影响。还要问更多的问题。分析师所在券商与这家公司有没有投资银行业务联系？分析师及所属券商是否持有分析师推荐的股票？如果分析师所在的券商持有该公司的股票，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者就要问清楚这家券商是否也采纳了分析师的建议。如果一个分析师推荐投资者买入一家公司的股票，而该股票的发行就是由分析师所在券商负责的，投资者就应该用对待广告的态度来对待分析师给出的"买入"建议——就是说要多一些怀疑精神。

投资者应该重视独立分析师的意见。独立分析师将他们的报告出售给机构投资客户，并在客户进行交易时收取佣金。例如，培基证券机构，它从来不提供投资银行业务服务，因此，它的分析师面临的冲突也就少了很多。先驱集团公司（Precursor Group）是一家华盛顿的研究机构，也不做投资银行业务，而是以提供有关电信和科技类股票的研究报告为主业。因为先驱的报告只针对退休基金和共同基金这样的客户，所以散户投资者得不到这方面的服务。但是先驱集团公司在和阿格斯公司（Argus Research，一家为机构投资者和散户投资者同时提供服务的机构）一起努力建立第一个独立组织的商业团体，称为投资者研究协会，该商业团体计划提供网上结算所，帮助投资者寻找独立的选股专家。

投资者可以用从其他可靠途径得来的信息，对从华尔街分析师那里得到的信息进行补充。我个人最倾向的两家机构是Value Line公司和标准普尔公司。

《Value Line投资调查》（*Value Line Investment Survey*）每周发行一次，用其独特的适时评级系统对1 700种股票做出从1（最高）到5（最低）的评价。级别为1的股票通常能跑赢大盘，而级别为5的股票一般说来就是表现不好的。Value Line用计算机模型而不是人的判断来对公司评级，评级标准为股票的收益、安全性和流动性，或者是股票每天的行情变化。当然，Value Line也聘用分析师写些季度评论很精练。

标准普尔公司的《展望》（*Outlook*），是由麦格劳-希尔集团（McGraw-Hill Cos.）每周发行一次的时事通讯，里面有标准普尔500指数，并提供包括投资技巧和投资策略等方面的有益信息。《展望》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对1 000多家公司的股票按照从1到5的等级做出评级（5表示最高级别，和Value Line系统正好相反）。

还有无数的其他投资咨询时事通讯（因为太多，在这里就不列举了）可以帮助投资者挑选股票、预测市场行情。其中之一是《道氏理论预测》（*Dow Theory Forecasts*，网址是*www.dowtheory.com*），该通讯从1946年开始发行，无论是牛市还是熊市都能向投资者提供合理的建议，经得起市场的考验。另一个值得尊重的时事通讯是《迪克戴维斯摘要》（*Dick Davis Digest*），它的分析师从数百种财经时事通讯中选出他们认为最好的，每半月发行一次，内容主要有对市场行情的预测和投资方式的建议，再加上编辑人员关于某个最有前途的股票的想法，在网站www.dickdavis.com上可以看到。

还有一个非常好的信息源，即扎克斯投资研究公司（Zacks Investment Research），它的网站my.zacks.com提供市场新闻和关于大势的分析，它可以告诉投资者哪一个分析师能跑赢市场，并提供顶级分析师的研究报告。网站还能链接到有关股票、共同基金、债券、期权和期货新闻的其他网站。

多年前，我就得出了这样的结论，只要分析师以他们评审的公司赖以为生，利益冲突就必然存在。无论全美证券交易商协会和纽约证券交易所多么严格地执行新的规则，只要分析师的报酬与他们为券商争得投资银行业务相关，分析师就很难对现在的客户或潜在客户做出负面评论。这是又一个报酬决定行为的例子。

原书空白

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章
《公平披露规则》：禁止传播内幕消息

2000夏天，时间到了对有争议的新规则——《公平披露规则》（Regulation Fair Disclosure，简称Reg FD）进行拍板定案的时候。8月10号，当我走向证券交易委员会公共会议室，我的一个助手冲到我的身边，递给我一张粉红色的纸片，上写："汉克·保尔森（Hank Paulson）从中国给你打电话，他强烈要求你投否决票。"汉克·保尔森是高盛投资银行集团的主席兼首席执行官，他打电话的时机让人吃惊，但是内容却在我的意料之中。他和证券业其他人都认为我正在把刽子手手中的绞索套在华尔街约定俗成的规则上。

《公平披露规则》要求公司同一时间向所有的投资者披露重要信息，而不是仅仅偏向其中的几个。那种"有选择的披露"在20世纪90年代就已经到了无法控制的地步，使得小规模投资者相对于分析师、经纪人和机构投资者处于不利的地位，因为后者能先于市场中的其他人得到关于公司收人的超前信息。很简单，这种做法是错误的。

和我谈话的个人投资者对于证券交易委员会的现行规则中没有这样的相关内容表示不可思议。他们也不能理解那些对公平公开市场表示信任的人为什么要反对这样一个规则。《公平披露规则》意味着禁止信息有选择地披露，迫使分析师回到分析师的位置上去。当然，这是一个大胆创新的行动。那么多人史无前例地联合起来反对我。在过去的一年中，华尔街的许多公司和法人组织要取消《公平披露规则》。我的一些最坚定的支持者，比如洛斯公司（Loews，一家集保险-旅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

店–烟草为一体的公司）的主席兼首席执行官拉里·蒂斯（Larry Tisch），以前对我的行动鼓掌表示欢迎，而现在也说我操之过急。甚至是证券交易委员会的两个委员和一些高级职员，对这一规则也持不赞同的态度。

最后，事态的发展就像悬崖上的十字架。那个时候，我知道4个委员中我能指望的只有1个——现在已故的保尔·凯里（Paul Carey），他对投资者利益的忠诚是不屈不挠的。我也知道劳拉·昂格尔（Laura Unger）认为这项披露规则弊大于利，很可能会投否决票。在我任职主席的前8年中，委员会不能对一个主要事项进行意见一致的表决，这是为数不多的一次。这就使得艾克·汉克成为决定胜负的关键。汉克对《公平披露规则》心存疑虑，在会议召开的两天前还没拿定主意。在投票表决的前一晚，他暗示说我们对提议规则所做的很多改变让他稍感安慰，但是他也承受着方方面面的压力。在投票的那天他打来电话说病了的时候，我在想没有他是否还要进行下去。我本来可以宣布以2票赞同1票否决通过该提议，但是作为原则性的问题，我希望每个委员都投票来说明自己的立场。另外，我还希望能出现3票赞同1票否决的更令人信服的表决结果。我决定让汉克通过电话参加这次投票。从我的角度来看，这是一场赌博，我并不确定汉克会做出什么样的选择。但是感谢上帝他投了赞同票，《公平披露规则》以3比1的比例合法化。

《公平披露规则》的内容非常简单。如果上市公司想要发布可能导致市场行情变化的信息，就必须在同一时间对所有的人公开这一信息。在实践中，这意味着如果公司的高层管理人员（这些人被授权代表公司发表讲话）主观上想要向市场专业人员非公开地透露信息，他们必须同时向所有的投资者公开这些信息。如果管理人员是无意识地将可能导致市场变化的信息透露给有可能利用这些信息的人，诸如那些知道这些信息后进行交易或者是推荐客户进行交易的人，该规则要求公司在24小时以内公开地披露这一信息。如果这种情况发生在周末，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么在下一个交易日之前必须将信息对公众公开。

该规则适用于重要的实质性的信息，但什么才算是实质性信息？可以这样说，正常的股东在进行投资决策时认为是重要的任何信息，都是实质性信息。公司可能发生的并购、新产品的失败，或者高层管理人员的变更，都被认为是实质性事件。虽然判定是否是实质性 信息可能很简单，但有时却很难对它们做出准确的说明，所以我们故意没有做出泾渭分明的规定。因为什么是重要的实质性信息要依据具体情况具体分析，视公司的情况而定。

该规则于2000年10月23日生效，只过了几个星期我们就开始看到效果了。华尔街有特权的精英和以百万计的普通投资者在市场中的立足之地趋于平衡，因为越来越多的公司开始将它们的分析师会议和电话会议向所有的股东和新闻机构公开。2000年的第4季度，1 474家公司公开预告了它们是否能达到收入目标，这与前一季度公开预告的公司数目相比增加了96%。在适应这个新的信息披露规则的过程中，也有一些意料之中的小问题。但是我相信，《公平披露规则》对恢复股市中投资者信心的作用，比我在证券交易委员会任期中采用的其他任何一个规则的作用都大。

我认为让投资者知道这一规则的产生过程和证券业强烈反对的原因，也是重要的。即便在今天，对于华尔街公司来说，没有什么比开倒车取消《公平披露规则》或者削弱其作用更让它们感到高兴的了。在做经纪人和投资银行业务员的时候，我就知道公司有时候会泄露一些重要信息给分析师。我特别记得20世纪70年代的一位首席执行官，他向我们公司的分析师透露他公司的每股收益。他希望得到好处的分析师会做出利好的报告，并将这只股票推荐给我们的经纪人。消息不利时，他希望得到分析师的帮助，以减轻利空消息对股票价格的影响。那时侯，没有法规规定泄露这种信息是不合法的。

接下来的20年中，公司向分析师透露预期收人的现象越来越多。股票市场会使那些即使每股收益只差1美分没有达到预期收人目标的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司颜面很难堪，公司所以才这样做，其目的就是帮助分析师形成意见一致的预测，并和分析师的预测保持一致。1998年由美国国家投资者关系协会（NIRI，这是一个由2 750家公司组成的位于维也纳的商业委员会）做的调查表明，86%的成员要检查分析师报告的草稿，79%的成员甚至要在分析师的报告发布之前检查分析师对收益的预测。

每次分析师得到重要的有关企业收益方面的实质信息，他们所在的经纪公司也就掌握了该如何进行交易的内部信息，并会按照这些信息进行交易。几乎每一周，我都能读到关于某家公司的股票在季度报告发布之前莫名其妙上涨的新闻。有时候在分析师聚集在高级高尔夫球场的时候，股价就会莫名其妙地波动，因为在球场上，企业会非常大方地对分析师殷勤招待，并暗中透露一些数据。

例如，1998年12月，磁盘驱动器生产厂商西部数据公司（Western Digital Corp.）的股票一天之内上涨了37%。该公司没有签订新的合同，也没有发布任何利好消息导致公司股票的市场价值增值4.27亿美元。怎么回事呢？原来，该公司的首席执行官在此之前和分析师会过面，并得到了随后和道琼斯通讯社的通讯员在亚利桑那州斯科茨代尔的腓尼基胜地会见的机会，在那里，他描述了公司灿烂的前景。一个发言人说公司并没有做错什么，但他承认，只是这样有选择性地透露行为在《公平披露规则》下是不允许的。

1999年10月，投资者对A&F（Abercrombie & Fitch Co.）提起集体诉讼，A&F是时装零售商。这场诉讼的原因是A&F向拉萨德弗瑞斯公司（Lazard Freres & Co.）的分析师透露说公司的销售额增长可能达不到前期的预测。投资者在诉讼中称，得知这个重要信息后，分析师的客户就可在A&F股票价格为39美元时卖出。而一周后，A&F才正式宣布销售增长率下降，股价随即下跌了33%，每股降到26美元。直到2002年6月底，对A&F的诉讼仍在进行。

类似的，1998年9月，北电网络公司（Nortel Networks Corp.）的股票无端下跌了12%，但是没有什么特殊的事件可以解释股票急剧下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌的事实。发生了什么？结果是由于公司向分析师发出警告说海外收入的增长可能不尽如人意。4个小时后，也就是在北电网络公司的股票市值损失了30亿美元后，公司才将该信息对外公开。

类似的事情还有很多，虽然每个案例有些不同，但它们都有一个共同点：个人投资者永远都被蒙在鼓里。最后的好处就落在公司的手中。因为受到优待的分析师、经纪人和投资组合经理是华尔街关系网的一部分，等到小投资者发现这些人早已知道的信息时，已经为时晚矣。

内部交易

证券交易委员会考虑以内部交易的罪名诉讼有上述行为的公司。综合来看，证券交易委员会的执行部门掌握的证据已经有厚厚的一沓，都涉及有选择披露，可以此为凭证来提起诉讼。但是律师整理了他们的证据后，我们意识到我们的能力不够。在1983年德克斯诉证券交易委员会（Dirks V.SEC）案件的审判结果中，最高法院规定，要想指控内部交易，证券交易委员会必须能拿出证据，证明提供内部信息的公司内部人员是因为接受了个人利益而违背诚信原则的。这里所说的个人利益可能包括现金，也可能是指声誉的提高。这个规定对证券交易委员会来说是一个很大的障碍。

如果一个公司的首席财务官暗示朋友和家人公司即将进行的购并，他的朋友和家人又利用这个信息进行了交易，这就是内部交易。但是德克斯案以后，许多证券业律师认定最高法院为公司向分析师透露有关重要事件的信息亮了绿灯，因为公司从自身的利益出发希望分析师的报告准确无误。信息泄露的受益人是公司，而不是实际泄露信息的那个人。实际上，法官认为分析师的工作就是从可能发生的事件中尽可能地搜集信息，然后提供给市场上的投资者。大部分的专家甚至认为分析师根据泄露的信息进行交易是合法的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而在我看来，这是不正确的。1998年中，哥伦比亚大学的法学教授哈维·戈德施米德（Harvey Goldschmid），同意请假18个月担任我的法律总顾问，建立一个专门小组来研究《公平披露规则》。起初，戈德施米德领导的小组在内部讨论是否可以凭借“有选择性的泄露重要信息是对市场的欺诈”这一理论，申请强制执行判决的诉讼。要想提起诉讼，我们就要扩展最高法院关于个人利益的定义，这样一来，就能将有些公司里管理人员通过信息泄露讨好分析师获取个人利益，而分析师又反过来利用这些信息进行交易获取经济上的利益这样的行为包括在内。戈德施米德认为这有可能，但是难度很大。当时戈德施米德的代表，后来成为证券交易委员会法律总顾问的戴维·贝克却认为这不难。“应该就像瞄准在桶里的鱼一样简单。”他在一次会议上说。但是业外的法律专家，如戈德施米德在哥伦比亚大学的同事约翰·卡菲，却认为这样的想法是极其错误的，联邦法院不可能允许证券交易委员会扩大德克斯案和其他案件的适用范围。

最后，证券交易委员会未点燃“内部交易”这把火，这不仅仅是因为它在法律上的不确定性。我们一致认为新的判例案件会在公司和分析师中间造成恐慌心理，会严重影响信息流动。为了避免承担责任，不安的企业律师当然也会警告他的老板中断与分析师的联系，否则，他们有可能会因为内部交易遭受严厉的制裁。这些制裁包括监禁，附带额度为非法收入3倍罚款的民事责任，以及被判为欺诈罪。

我们又回到了起点。在我们需要采用一个不同方式的时候，戈德施米德找到了一个。他放弃关注内部交易条文，转向证券法中有关规定证券交易委员会对上市公司和市场沟通关系进行规范的条文。如果证券交易委员会可以要求公司在股票发行之前，在上报证券交易委员会的文件和招股说明书中对重要信息予以披露，或者是规定在公司向证券交易委员会提交上市注册申请后，遵守25天的安静期股票才能上市交易的规定，那么为什么不要求他们同时向所有的投资者公开重要信息？这是一个新奇大胆的想法，但看起来还是可行的。证券交易委

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员会开始不动声色地研究这一规则运作的细节。

快要到1999年中期的时候，代表华盛顿大约700多家经纪公司和投资银行公司的证券业协会，听到了证券交易委员会工作的风声，并开始拉响警钟。但是证券业协会想要阻止我们也是有难度的，尤其是他们还不清楚我们正在干什么。接着，1999年12月15日，证券交易委员会提出一项规则，称之为信息《公平披露规则》。我们特意起了这么一个名字，目的是让我们的对手在反对的时候要三思而后行。这个提议所引起的骚动到目前为止是我在证券交易委员会经历的最大的一次。

证券交易委员会被评论淹没了——超过6 000多份的评论，是证券交易委员会历史上最多的一次。业内的评价几乎一致地否定而公众的评价几乎一致地肯定，这件事给我留下了极其深刻的印象。

游说闪电战

证券业协会开始了游说闪电战。证券业协会的法律总顾问斯图尔特·卡威尔（Stuart Kaswell），和美林证券的法律总顾问乔治·希尔瑞恩，还有精明的保诚证券公司（Prudential Securities）法律总顾问李·斯皮策，承担了这个任务。他们和证券交易委员会其他委员进行了无数次的会面，尤其是汉克，在汉克公开表示持观望态度以后，他的选票就成为争夺的对象。证券业协会还将证券交易委员会过去的4个主席聚集起来，他们全都是我的好朋友，都力劝我改变主意。整个行业还临时组织了一群人向国会施加影响，但是没有引起太多的注意。这其中的一个原因是我先于他们和参议员菲尔·格拉姆（Phil Gramm）会了面，他是得克萨斯州共和党人，参议院银行委员会的主席。

保守的法律制定者和以前的经济学教授原来反对金融管制，他们反对的理由是管制会窒息市场的活力。我向他们解释《公平披露规则》不仅仅是对现行证券法的补充，而且它会通过确保所有的参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与者有机会在同一时间得到同样的信息，使市场变得更有效率。我想用这些理由让他们理性一些。格拉姆崇尚市场的公平和效率，在他看来这就意味着所有的参与者都将有机会得到同样的信息，所以他从未干预此事。

证券业协会的游说热潮持续了几个月。我能回忆起2000年5月末，和卡威尔、证券业协会主席马克·拉克瑞特兹以及保诚的斯皮策，在我办公室的一次极为紧张的摊牌。他们不能提出反对《公平披露规则》的理由，他们只是说这个规则因为要求公司成群结队地上网公布分析师会议和记者招待会的内容，会阻碍信息的自由流动。他们说公司会自动地放弃以往的老派做法，如不公开的电话会议，在这种会议上，只有公司亲自挑选的友好分析师才能提问题。他们声称《公平披露规则》是在走回头路，因为这样一来，会给公司不公开信息的借口，它们会引出潜在的法律责任。李·斯皮策指着略马克·拉克瑞兹说，如果拉克瑞兹是其公司的首席执行官，“我不会给他机会和分析师谈话。这样做的风险太大，而收益却微乎其微”。

我倾听着他们的谈论，最后否定了流向投资者的信息流将枯竭的说法。我向他们表示自己不相信会发生这种情况。事实是，我对公司会不会以关闭信息发布的渠道表示抗议还拿不准，但是证券业协会也没有事实依据能得出公司会这样做。我问他们是否能提出更有说服力的理由。

他们很狼狈，但是仍然坚持。接着他们抱怨说证券交易委员会也没有证据证明哪家公司的哪个分析师真的有违规的做法。虽然他们勉强承认知道少数有选择的信息披露的案件，但是他们坚持说那都是例外，并不是一贯的做法。让人吃惊的是，卡威尔和公司接着建议说如果证券交易委员会认为许多公司确实存在违规行为，证券交易委员会就应该和证券业协会一起调查并对它们采取强制措施。我用“吃惊”这个词是因为证券交易委员会在利用强制执行的判决结果来界定证券法的适用范围时，证券业协会通常会抱怨。一般情况下，每个行业都要弄清楚自己行业内的游戏规则并试着去遵守。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券交易委员会知道——而且证券交易委员会也知道他们知道，执行这样一个路线之所以困难，重要的是因为有德克斯判例设置的障碍。证券交易委员会不准备用强制执行的案例对抗某家公司或某个分析师，因为这会陷人不可能取胜的诉讼陷阱，即便我们胜诉了，结果也可能会严重影响信息的流动。

会议结束前，我宣布说证券交易委员会将全力以赴，他们要么和我们合作将规则进一步完善，要么就让开路不要阻挠。而且我还请他们为证券交易委员会提供一个可供选择的替代规则——如果他们有的话。

卡威尔事后回忆说他离开时的心情很沉重。我驳倒了他认为最具强制力的、最具杀伤力的对抗《公平披露规则》的理由，这完全出乎他的意料之外。证券业协会除了建议证券交易委员会召集一个工作小组对此事进行研究外，对于我让他们提出可供选择的替代办法的建议没有任何反应。证券业协会的态度仍然是明白无误地表示反对，但是它却挑出《公平披露规则》的若干问题，我们都一一更正了。例如，给予在美国上市的外国公司豁免权。这样做的目的是避免在公司和股东交流的方式和时间规定方面，与外国的规则和惯例有冲突。《公平披露规则》的适用范围仅仅适用于公司高层管理人员以及与投资者有关系的专业人员的信息披露。未经授权的中层管理人员的信息披露不触犯这一规则。该规则也不适用公司和供货商、顾客、新闻机构，以及像标准普尔这样的评级机构的交流沟通。

证券交易委员会也同意证券业协会提出的要求：明确说明在该规则下，不会对有关责任人以欺诈罪进行处罚。证券交易委员会明确表示，如果一家公司被认定有违反此项规定的行为，证券交易委员会不会以欺诈的罪名提起诉讼，但是证券交易委员会可以以非欺诈的理由展开行政调查或提起民事诉讼。最后，处于“路演”阶段的公司的信息披露也具有豁免权，“路演”是指在公司新股公开发行前由投资银行举行的销售会议，目的是吸引潜在投资者的注意，它须遵从另一项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息披露规则。

然而，证券业协会仍然不高兴。因为《公平披露规则》坏了华尔街的好事。在过去的几十年中，分析师和公司慢慢意识到证券交易委员会没有确定的法定权限来禁止有选择性的信息披露，他们在遵守行为准则方面也变得越来越厚颜无耻。分析师定期从公司首席财务官那里得到关于公司发展状况的信息，这些信息所涉及的内容从销售和边际利润到预期收入和管理层变动，这已成了司空见惯的事情。

分析师经常将这些内部信息传递给其所在公司的机构投资客户和经纪人，后者再将这些信息透露给合他们口味的客户。得到这些有价值的信息的次序，就要看信息的接受者为分析师的公司带来的业务量。这种做法也使得上市公司拒绝向一些不合作的分析师透露信息。

这样就形成了一种不健康的交易方式，在这种方式下，有些公司以出卖信息来换取有利的评级。这种交易已经成为在华尔街生存的方式，很多公司对证券交易委员会的干预感觉很不愉快。甚至我最小心谨慎的华尔街朋友，也认为这个系统的不完善是资本主义固有的。对他们来说，有选择性的信息披露是使市场的车轮能够顺利运转的润滑剂，即使这种披露让分析师先于市场中的大部分人得知关键的细节，即使分析师利用这些细节进行交易。

终止利益交易体系

利益交易体系的存在让一些公司的管理者感觉很不自在。在许多公司（尤其是高科技）公司对《公平披露规则》持绝对反对意见的同时，一些首席执行官私下里却表示他们对这一规则非常欢迎，小盘公司态度尤其积极。只有少数的分析师负责小盘公司的业务，有时候他们为了得到公司的内部信息，会向首席财务官提出不合理的要求。如果分析师得不到他们想要的信息，偶尔还会威胁中断与小盘公司的业务联系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大公司中，制药商辉瑞公司（Pfizer）在改进并实施这一规则方面与我们合作最多。辉瑞公司已退休的主席兼首席执行官威廉姆·斯蒂尔，对我们的帮助更大。那个时候，威廉姆是商业圆桌会议公司治理结构委员会（Committee on Corporate Governance for the Business Roundtable）的主席，这是一个由大型公司的主席和首席执行官组成的协会。2000年3月，我们在纽约一家俱乐部共进午餐，在如何来接近这个威严的团体的问题上，他给了我一些很有用的建议。他可行的建议是：保持低调，让他们问想问的所有问题，不要像一个过于急切的监管者或者揭露公司暗洞的警察，并做好应变的准备。他的建议从每一个层次来看都是对的。在随后的圆桌成员和证券交易委员会高级职员之间进行的电话会议中，他们问了很多问题，而我们也表示了在几个方面可能进行折中的意向。最重要的是，我们已做到了使他们知道我们不是在扮演警察的角色。

我们对圆桌成员的调查事后显示是很有帮助的，尤其是调查进行的同时，同样身为圆桌会议成员的华尔街公司的经理游说圆桌会议团体反对《公平披露规则》的时候。调查显示，只有18%的成员反映《公平披露规则》实施后对他们的公司有些影响，只有10%的成员认为该规则会不利于信息的流动。调查意见一致的地方是，证券交易委员会要实施的都是好的商业操作的范例。

威廉姆的意见是要适度，他说服了其他的圆桌成员不再反对而是帮助改进这一规则。这一态度带来了几个变化，例如在规则中说明了该规则对公司和供货商或管理层与员工之间的日常对话不具有约束力，这样就避免了有意想不到的后果出现。商业圆桌团体不再表示反对，这对于其他美国公司是一个重要的信号。我把这看做是一场巨大的胜利。

现在，分析师再也不能依靠从公司得到市场行情变动信息而轻松发财了。首席财务官也再不能诱导分析师给出一个可观的公司收入数额，然后再伪造出比那更高的数额以取得惊人的市场业绩——从股价的攀升中获利了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在《公平披露规则》发布一年后，其有利的一面是显而易见的。大部分公司没有像证券业协会预测的那样，对《公平披露规则》以沉默抗拒。审计和咨询公司普华永道，在2001年9月对201家公司进行了调查，37%的公司表示它们公开发布的信息比《公平披露规则》要求的更多，同时有52%的公司表示是按照规则要求做的。还要废除《公平披露规则》吗？不！

被调查的公司中88%得出的是同样的答案。还有68%的公司要求证券交易委员会进一步明确对“重要信息”的界定，只有10%的公司想废除《公平披露规则》。证券业协会继续宣称《公平披露规则》是市场波动的原因。市场波动可以衡量股票价格变化。市场波动过于剧烈是市场不能得到它需要的信息以形成上市公司“合理的”股票价格，或形成反映上市公司真正价值的股票价格的信号，因此市场上股票价格上下波动幅度会增加。但是根据普华永道公司的调查，《公平披露规则》对市场波动的影响是最小的。在201家被调查的公司中，74%的人认为《公平披露规则》对他们公司股票价格的变动没有带来冲击。

2001年全年，金融市场动荡不安。然而如果说《公平披露规则》对市场有什么影响的话，影响也是微乎其微的。联邦储备委员会11次调低利率；科技产业仍然处于低迷状态，公司整体获利大为倒退；“9·11”恐怖分子的袭击将已经出现衰退迹象的经济陷入了一片恐慌和混乱。所有这一切告诉我，在这样一个喧嚣动乱的时期，《公平披露规则》的制定与实施是再合适不过了。在2001年全年的熊市中，股票价格持续下跌，《公平披露规则》让个人投资者直接从公司那里知道这些坏消息。这让投资者感到游戏是公平的，并保护他们免于受到分析师做出的毫无诚意的买入建议带来的伤害。

汤姆森财务/第一报公司（Thomson Financial/First Call）金融研究中心的主任查尔斯·希勒（Charles Hill），对分析师的建议进行了跟踪研究，同意上述观点。希勒做了22年的分析师，现在是波士顿证券分析协会（Boston Society of Security Analysts）的董事兼副主席。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希勒说，虽然在公布季度收入预告时，公司还会用其他的方式虚报收入数额，“但是我坚持认为，伴随着经济的分化，在《公平披露规则》下投资者可能得到更多的信息。没有《公平披露规则》，分析师可能会想尽各种办法来从他们负责的公司中得到特殊对待”。

信息带来的财富

多亏了《公平披露规则》和科技的结合，投资者可以受益于信息带来的财富。互联网的出现也使得公司能方便地提供分析师电话会议和季度收益报告的实况转播。网上播放的诱人之处在于既方便又便宜。分析师电话会议基本的网上播放起价是650美元，还可以进行存档，这样投资者几天后仍能看到。

《公平披露规则》不要求公司对全部股东公开分析师会议内容，大部分的会议是在季度中间或者是在向所有的股东宣告财务报告之前开的，但是成千上万的公司仍然将分析师会议对全部股东公开，为的是避免违反《公平披露规则》。1999年大部分公司将股东排除在分析师电话会议之外。2001年末，美国全国投资人关系协会（NIRI）90%的成员允许股东旁听公司经理对有关销售、利润、费用和策略等问题的回答。只有1%的美国全国投资人关系协会成员将电话会议局限在分析师的范围内。

现在，利用互联网在网上公布季度收益已经成为上市公司普遍的做法。投资者进行旁听，一分付出就有一分收获。他们边听边对经理人对问题的即时回答做出判断——投资者从首席执行官的语气中也能听出些情况来。近期提供预报的公司中大约有20%只是在电话会议中这样做，而在宣布会议内容的新闻发布会上则没有这样做。普通投资者在走低的市场行情中获取这些重要信息的途径，给了他们一种意念，即诸多限制不是专门针对他们的。查尔斯·希尔说：“没有必要成为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精明的投资者，就能理解首席执行官说达不到业绩预期目标的意思。"

诚然，大部分的分析师不再像以前一样乐观自信。因为公司不再允许分析师和高层管理人员进行一对一的会面，这样一来他们就无法得到事实真相的细节以对公司前景有更清楚的认识，对这一点分析师尤其不高兴。《公平披露规则》生效后的几个月内，得知有些公司突然取消分析师和公司高层管理人员一对一的会面（在《公平披露规则》下，这样的会议是允许的），我感到很生气。但那只是下意识的反应，而且大部分公司现在又恢复了分析师和公司高层管理人员一对一的会面。2001年7月对美国全国投资人关系协会成员公司的调查显示，74%表示一对一的会面和以前没什么两样，5%表示比以前更多。

分析师们也表示他们再也得不到有价值的"指导"来确保他们的金融模型和预测是正确的。许多公司由于害怕违反《公平披露规则》都取消了这种私下的信息交易。业绩预报不被禁止，但这也是一件很有技巧的事情。例如，一位首席执行官在披露业绩之前表示她对昨天的规则方案很满意。虽然她可能并没泄露任何消息，但是如果是在季度末做出这种确认，她可能就透露了公司的经营状况，因为这就是公司重要的具有实质性的信息。

这就是公司要将预报公之于众的原因。我期望更多的公司在未来都能够这样做，因为保持信息公开是以公司利益为出发点的。哈佛商学院教授艾米·汉顿（Amy Hutton）对公司预测政策进行的研究发现，提供业绩预报的公司比不提供预报的公司更能从利好消息中得到积极影响。她的研究同时表明，当消息不利的时候，不提供预报的公司在市场中受到的负面影响更大。

推出原貌

《公平披露规则》中不存在任何干扰分析师适当开展工作的因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首席财务官不能再将重要的数字偷偷地告诉分析师，这并不等于说分析师就不能从企业高层管理人员以及他们执行策略的能力方面得到信息。《公平披露规则》既没有阻止分析师寻找，也没有阻止公司提供非实质性的信息来帮助分析师将零零碎碎的细节拼凑起来，推导出实质性信息的原貌。

例如，一位药品公司分析师可能出席食物与药品管理委员会（Food and Drug Administration，简称FDA）关于一种新药推行的听证会，他可能强烈地意识到食物与药品管理委员会对于推行这种新药的公司所提交的研究报告持怀疑态度。这位分析师就可以和这个新药推行公司的竞争对手交谈，看该公司的竞争对手是否也表示怀疑。接着这位分析师可以询问新药推行公司的首席执行官，新药对其公司的前景是否影响很大。如果首席执行官的回答是肯定的，那么分析师就可以将所有的这些信息联系起来得出一条重要的信息。从新药推行公司首席执行官的回答本身来看，新药对其公司未来影响很大的说法，对于其他人并不包含什么重要的信息。但是对于这位做了功课的分析师来说，和其他信息相结合就能得出重要的结论来。这就是《公平披露规则》所希望激励的那种基础性挖掘工作。

事实上，问题的实质性并不像有些律师和分析师向投资者描述的那样难以掌握。毫无疑问，企业在对分析师的询问做出回应的时候，一定得再三思量。例如，大部分情况下，如果企业股票的市场价格稳定，那么确认对企业未来一周情况的预测，或者是引导分析师提前一周做出判断，一般不包含什么有新闻价值的信息。但是如果一家企业面临着终止重要合同的困境，这种确认就有可能会揭示重要信息了。如果公司选择对这一问题进行回答，那么它就应该通过新闻或者是证券交易委员会文件让所有的利益相关者都得知这一信息。

分析师们对此感到非常不快。他们宣称说现在得到的信息质量大大下降。他们抱怨说电话会议拘谨又呆板，而且和上千的人面对面，也限制了继续提问的能力。他们还埋怨说回答问题就是照原稿宣读，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚至于为了适应大面积的听众而不得不保持沉默。他们希望证券交易委员会能有一位新主席，明确地以“是”或“非”泾渭分明地界定信息重要性的标准，这样公司就能很容易辨别重要信息的界限。那样的话，所有证券交易委员会没能列举出来的信息就会自动地成为允许公司向分析师透露的内容，而且这是很有可能发生的。如果情况真的如此，我相信《公平披露规则》就名存实亡了。

举例来说，证券交易委员会可能认定存货数字为非实质性信息。对于银行和承保人来讲，存货数字并不是反映其财务状况的关键指标。但是对于2000年和2001年遭遇大量设备库存的高科技公司来说，存货数字就是决定它们能否达到预期收入目标的决定性因素。

外界呼吁证券交易委员会明确阐明重要性信息的标准并在大范围内披露是有道理的（证券交易委员会提供一些额外的指导可能会有帮助），事实反映出的主要是过渡期的问题。在某些情况下，极度紧张的公司律师建议公司管理层封口，以免祸从口出。我认为真实的情形是分析师们正在经历着逐渐丧失获得重要信息来源的痛苦。二十几年来，他们从首席财务官那里得到大量的重要数字和其他重要信息，现在没有了，当然很痛苦。

从某些方面看，《公平披露规则》将企业季报盈利数字的重要性打了折扣，因为这一数字大家很容易获取，所有的人都能拿到。财务专家甚至开始质疑从季度收益数字中真正得到的关于企业价值的信息是什么。正因为如此，很多分析师也开始问自己：“我还重要吗？数字以及和企业高层管理人员的讨论对所有的人都是公开的，我以什么方式追加这些信息的价值？”我的回答是：这是回归旧式好分析师的最佳时机。让自己显得与众不同，就不要随大流，也不要简单地重复利用上市公司给你的数据和信息，而要将精力集中在研究增加公司价值的非财务衡量尺度上，诸如高层管理人员的能力，公司整体策略的品质，商业计划进展状况，竞争对手的情况，以及顾客的满意度。

高级分析师深情地回忆起（而且私下里也表示，他们欢迎自身角

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

色的回归）那些分析师不仅仅将注意力集中在与公司管理层闲谈以让他们说出下季度收入数字的日子。路易斯·汤普森，美国全国投资人关系协会的主席兼首席执行官，多年来一直劝导自己的会员停止有选择 的信息披露，他认为，现在的分析师注意力不再仅仅集中在季度收入上，这是《公平披露规则》带来的虽非主观但却积极的结果。对于这一点我表示同意，尤其是在当前，对短期业绩的过于关注，将使上市 公司利用会计手法操纵利润。我希望公司公布每月、每周甚至是即 时的新销售、成本、边际收益、新产品、新市场和策略等信息，使《公平披露规则》不再有意义。

《公平披露规则》已经打开了原来限制普通投资者进入的信息宝库。投资者应该利用新时期的信息公开优势，收听其所持股票或是打算买入股票的发行公司的网上播报。《公平披露规则》要求计划利用网上播报披露重要信息的公司，必须事先于一家媒体上预告分析师电话会议的时间表。电话会议召开的当天，投资者可以不必中断自己的工作去收听，因为大部分公司将电话会议和季度收益报告的网上播报进行为期几天的存档。如果投资者对某一家公司特别有兴趣，可以给那家公司的投资者关系办公室发电子邮件，询问是否可以用电子邮件的方式自动通知投资者关于网上播报的事项。

《公平披露规则》使得多家公司的网站重新兴旺起来。由于《公平披露规则》，公司敏锐地意识到投资者对信息的渴望。投资者想了解公司的历史，想得到公司历史上的和实时的财务数据，以及分析师的研究报告。投资者还想得到简报和其他重要事件的时间表，公司高层人员的履历和联络的方式，以及怎么样投资于公司股票的指导。

作为一个投资者，要牢牢记住大部分主动提供帮助的公司一般说来就是能关注股东利益的公司。如果一家公司与公众的交流是坦率而公开的，那么它就会把投资者当成真正的投资者，而且可能更关注股东收益的提高。投资者研究投资于何种股票的时候，一定要注重公司是否有主动公开信息的意愿，因为如果公司主动公开信息，就表明它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在维护股东利益方面做得好。

对于新信息的冲击，投资者要保持正确的认识。投资者可以像专业人员那样，利用从电话会议和网上播报中得到的信息做出判断并进行交易，但这并不是说投资者一定要这样做。单单以季度收益为基础进行冲动的交易是投机的行为，而不是在做长期投资。

投资者还应该知道在《公平披露规则》下自己享有的权利。不要期望公司主动将重要的信息放在它们的网站上并自觉遵守该规则。现在，证券交易委员会已经表示网站上的信息公布是不够的，因为许多投资者仍然没有上网的条件，即使他们有条件上网，也还没有形成每天上网的习惯。在网络还没有更进一步普及之前，公司必须使用传播更广泛的新闻媒体，或者是预定的网上播报和电话会议形式来披露信息。它们也可以将信息作为8-K表格的一部分送交证券交易委员会，8-K表格可以在网站www.sec.gov上看到。进入该网站后，点击"EDGAR"，证券交易委员会文件的数据库，根据指示就可以查找到一家公司的8-K文件。公司也可以使用新闻稿引导投资者收看网上播报，网上播报有重要信息，它对所有的人都公开。当然，这并不意味着投资者可以向公司提问，大多数公司只给分析师们这一特权。

在很多方面，《公平披露规则》是民主体制的一个试验。它的目标是让所有的投资者都有公平的机会在同一时间得到相同的信息。当然证券交易委员会不能保证每个人在实际上能同时看到或听到每一条重要的信息。毕竟，大部分个人投资者不能中断他们的日常工作去长时间收看有线电视，也没有时间每天浏览上百份的证券交易委员会文件。但是现在对于个人投资者来说，他们可以密切注视自己所持的几家股票；个人投资者的顾问，也可以更关注投资者的投资状况。最关键的是，希望和华尔街平等获得信息的投资者现在梦想成真了，而这有助于消除在小投资者中广泛存在的，华尔街故意针对他们设置障碍的观念。

当关于《公平披露规则》的战斗在2000年夏天接近尾声的时候，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战线已经被拉到了下一场决斗：重塑公司财务报表的可信性。既然证券交易委员会已能够让所有的投资者和专业人员一样同等地得到重要的财务数据，那么该是时候来提高数据本身的质量了。太多的公司经过其审计人员的批准，大胆的使用会计操作来达到预期收人目标。它们使用各种各样的会计技巧来掩盖问题，误导投资者。最严重的违规者是高科技公司。它们不喜欢我为禁止它们的违规操作所做的努力，审计师也不喜欢别人指责他们没有尽职尽责。虽然问题很棘手，关于《公平披露规则》的战斗，只不过是一场小冲突，而消灭公司玩弄数字游戏、操纵财务报表的战斗，才是一场真正的大战。

原书空白

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章
数字游戏

我所知道的政治程序难以解决的两件事情是：关闭军事设施和制定会计标准。来自选区的压力使得国会几乎不可能决定关闭哪个军事设施，所以国会才会把棘手的问题踢给独立的有决定权的委员会，而我就在其中的两个委员会任职。然而制定会计标准的政治意味比那更浓，关于股票期权会计核算方法的争论就是一个很好的例子。1993年中期，我走马上任证券交易委员会，接手的一项争议是：公司是否应该把股票期权当成一项费用放入损益表中。股票期权的接受者有权在未来以现今的价格购买股票。如果股票价格上涨高于既定的价格，持有人就可以兑现这项权利买入真正的股票，并立即将股票以更高的价格抛出，买卖差价是很可观的。对于持有100万股的首席执行官来讲（对于企业高层管理人员来讲这不是一个普通的数量），公司股价上涨10美元就可以带来1 000万美元的横财。

但是争论的焦点并不在于管理人员从中得到的高额收入，相反，争论主要集中在股票期权是否应该像工资、分红和其他形式的支出一样作为费用来核算。公司坚持说不应该，理由是没有现金真正地从公司的保险箱里流出。而为所有的上市公司制定会计标准的民间团体（指美国财务会计准则委员会——译者注）却认为应该以费用来核算，因为股票期权对于持有人来讲具有真正的价值，同时股东也承担了真正的成本。

提到会计标准很多人都想转换话题，但是制定会计标准的方式却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响着投资者的投资绩效。如果由公司来制定会计标准，它们就会将投资者对于信息披露的要求放置一边，首先顾及掩盖影响收入的重要细节。会计标准保证数据的透明性和连续性，二者结合在一起就能引导资本流向资本利用效率最高的公司。这样就带来更强的市场信心，让投资者更有意愿参与进来。一旦会计标准制定者规定公司必须从收入中扣除股票期权的价值，对于我来讲，就面临着这样一个问题：证券交易委员会是捍卫会计标准的制定程序呢，还是允许公司来主导整个程序，从而产生约束和执行均不力的规则，最终削弱市场发挥资源配置的功能？

诺沃克的守护神

有一个美国人很少听人提及的组织，美国财务会计准则委员会（Financial Accounting Standards Board，简称FASB），这是一个独立的、由行业资助的位于康涅狄格州诺沃克的团体。即使投资者不理解或者不关心会计标准，也应该知道财务会计准则委员会的职责所在。它的工作就是帮助投资者决定将资金投向何处。他们进行这项工作的方式就是发布会计标准，确保公司的财务报告能清楚地反映公司根本的财务状况和运营结果。财务会计准则委员会并不关心公司之间类型和规模的差异，也不是从公共政策的立场出发。它的目标是中立和透明。如果每个公司都遵循同样的基本会计标准，投资者就有了比较的基点，并能更好地理解数据的混乱是一种什么样的状况。

美国国会建立证券交易委员会的时候，它要求进行公开交易的公司必须提交按照《通用会计原则》（Generally Accepted Accounting Principles，简称GAAP）制作的年度财务报表，并且报表要经过注册会计师（CPA）的审计。虽然注册会计师从被审计的公司那里收取报酬，但注册会计师还是应该保护公众的利益。国会授权证券交易委员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会制定《通用会计原则》，二十几年来证券交易委员会依靠民间团体的参与来达成意见一致的合理的会计标准，再强制实施这些标准。这个过程就需要财务会计准则委员会发挥作用。

维护市场完整性在于财务会计准则委员会制定标准的限制程度的高低，和审计员履行看门人职责时态度的端正与否。在过去的这些年中，标准制定程序始终跟不上公司做假账的速度与花招。审计公司也越来越依赖向其审计客户提供咨询业务时所得到的收入。无论什么时候财务会计准则委员会试着通过加强会计标准来对现状加以矫正，都会陷入公司、国会和审计人员的包围之中。

让我们重新回到股票期权问题上来。在《通用会计原则》下，股票期权也是一种类型的支出。虽然所有其他的支出都必须被扣除，但是公司却不必将股票期权的价值当做成本从收入中扣除。数年来，公司都成功地给出了没有必要将股票期权的价值从收入中扣除的理由，因为在员工得到和兑现股票期权的时候，公司并没有真正签发支票。另外，行业中的说客还认为，确认股票期权的价值很困难，认定的过程要考虑未来的股票价格和持有人兑现的时间等因素。此外，公司还警告说将股票期权的成本从利润中扣除会导致可怕的经济后果，股票价格也会因此受到影响。还有许多公司，无力支付股票期权的成本，会放弃股票期权的使用，这样也就放弃了一个有价值的招聘和留住人才的工具。仅仅依靠平庸的员工，公司很难取得成功，这种情形会影响公司的生产力。大量使用股票期权作为工资替代物的高科技行业，尤其会受到影响。

经过详细的审查，所有上述的理由都不能成立。资金可能并没有从公司的保险箱里流出来，但是发生了实际的成本。成本之一就是当股票期权兑现的时候，现有股东的股权就被稀释。稀释并不是一个无关紧要的问题。如果一家公司发行1 000股股票，投资者持有100股，投资者所占的股份就是10%。但是如果公司给予其首席执行官 200股的股票期权，当首席执行官兑现期权的时候，公司增发200股的股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种情况下，投资者的股权就缩减到了8%。而且一旦公司发行股票期权，公司也就放弃了将这些股份在市场上进行公开交易的权利，这样也就丧失了公司本来可能得到的现金收入。

而且认定股票期权价值的程序虽然复杂，但是它并不是不可能的。会计方法经常是不精确的，例如估计公司一架专机的未来价值，或者是银行贷款将遭受的损失。在这两种情况下，公司和它们的会计师已经找到做出可靠预测的方法。现在大部分的公司使用布莱克–肖勒模型，这是由经济学家费希尔·布莱克（Fischer Black）和迈伦·肖勒（Myron Scholes）提出的，他们为此获得了经济学诺贝尔奖。这个模型的目的就是向雇员解释他们股票期权的价值是多少。他们在进行计算的时候，将期权被授予时的股票价格、兑现时的股票价格、股票期权的有效期、股票价格的波动以及有效期内利益水平作为变量，这样公司就能轻松地计算出股东为此承担的长期成本。

认为将股票期权当做费用从收入中扣除可能损害股票价格的观点，类似于抱怨投资者如果知道公司的盈利被注水就该少买它的股票一样。投资者当然会卖出手中的股票。事实就是如此。行业内的说客本质上就是想要隐瞒信息，使市场无法决定一家公司的价值。没有人说公司不能使用股票期权作为对员工的激励，只不过是他们如果这样做了，就要对投资者进行充分的信息披露。如果不把股票期权的成本从收入中扣除，市场和股东都相当于是被蒙在鼓里。

财务会计准则委员会考虑到了会计方法的这种欺骗性。1993年6月，财务会计准则委员会以无记名投票的方式通过一项提案，并征求意见。提案要求公司在授予股票期权时要使用一个公正的价值，并在上交证券交易委员会的损益表中将其作为费用列支。我上任的那个夏天，几乎所有的美国公司都在激烈地反对财务会计准则委员会的这个提案。

作为标准制定者，财务会计准则委员会被一些公司称为“诺沃克的守护神”，然而它也被许多公司围攻。那些公司的说客劝说国会召

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开听证会来阻止财务会计准则委员会的提议。来自硅谷的压力尤其大，硅谷的企业收人少、利润低，很难进行现金支付。成百的科技企业的经理飞到华盛顿进行游说。同一时间，硅谷的工人举行了嘈杂的“硅谷集会”，用印有“停止财务会计准则委员会”的标语和T恤衫，来表达他们的愤怒。行业传递了一个预警信息，即行业的利润与经济成长都可能因此下滑。甚至于当时的克林顿政府都向财务会计准则委员会施加压力，要求撤销这个规则。

国会的干预

康涅狄格州民主党人参议员乔·利伯曼（Joe Lieberman，2000年与阿尔·戈尔作为美国总统的竞选伙伴）领导了针对财务会计准则委员会规则的诉讼。他提出法案，禁止证券交易委员会实施财务会计准则委员会制定的关于股票期权的规则。另外，利伯曼的法案要求财务会计准则委员会的每项决定都须经证券交易委员会批准，这样就剥夺了财务会计准则委员会制定规则的权力，实际上就是将财务会计准则委员会制定的标准仅仅当做建议。利伯曼并没有停留在这一步，他还发起制定了一个参议院决案，该决案认为财务会计准则委员会的提议是一个荒唐的想法，会“给美国企业家带来严重的后果”。和利伯曼一道的还有美国无数的共和党人和一小撮所谓的新民主党人，他们以自己领先的商业地位为荣，尤其是硅谷，它们是历届总统竞选所需巨额政治“献金”的来源。这些立法者认为股票期权对于经济增长至关重要，尤其是对经济中的某个特殊部门来讲更是如此，因此透明的报告相对于其他的政治和经济目标来说是次要的。

利伯曼的法案没有通过，可是同时他的决案却通过了——并且是以压倒性的优势88票赞成9票反对。虽然该决案不具有强制性的，但这是一个明白无误的信号，表明只要利伯曼抓得住票数，如果财务会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计准则委员会有动作，他就引以阻止了。

我也是被游说来反对财务会计准则委员会的重点对象。我在华盛顿的前几个月中，有1/3的时间被大批想要扼杀财务会计准则委员会提议的商业人士威胁和诱骗。我和无数的首席执行官会了面，他们中的每一个都向我强调股票期权作为人力资源管理工具的重要性。我回忆起和家得宝公司（Home Depot）主席伯纳德·迈克斯（Bernard Marcus）的讨论，他在整个谈话中的情绪越来越激动，最后他警告我说："这对于自由企业制度将是一个可怕的打击，它将导致人们无法开辟新的事业。"一个由行业支持的小组提出的会计标准会竟窒息企业活力，我对此观点感到可笑。我并不是反对股票期权有助于激励员工的观点，但是我也相信股票期权具有真正的价值并且认为财务会计准则委员会坚持要求公司将其作为费用来列支的做法是正确的。其他的观点不会让我动摇。

然而，政治动摇了我。这个争议拖延到了1994年11月的选举中，在这次选举中共和党人掌握了众议院纽特·金里奇（Newt Gingrich），这位来自佐治亚州保守的法律制定者被推上众议院议长的席位。看起来整个国家突然转向右派，各种类型的规则，甚至由财务会计准则委员会提起的会计标准都要经过详细的审查。我得出的结论是财务会计准则委员会的规则在这种氛围下将难以幸免。我的担心是如果财务会计准则委员会继续推进这个规则，公司的不满会迫使国会终止财务会计准则委员会履行规则制定者的职责。对我来说，那比没有关于股票期权的规则更为糟糕。

在和财务会计准则委员会在诺沃克举行的一次秘密会议上，我主张他们做出让步。我警告说，如果他们采纳新规则，证券交易委员会有可能不能实施。此后不久，财务会计准则委员会做出妥协，制定了一个较为宽松的规则，要求公司在损益表的附注中对授予员工股票期权的情况进行披露。

现在回过头来看，我是错的。我知道如果不是我逼迫财务会计准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则委员会屈服的话，它一定会坚持自己的立场。出于一种我是以财务会计准则委员会的利益为先的错误观念，我在这个勇敢的组织遭到围攻最需要帮助的时候没有给予它支持，并且有可能为强硬的公司和国会以后进行更多的干预开了先河。我最不想做的事情就是将财务会计准则委员会政治化，如果它必须请求每一位首席执行官并和华盛顿法律制定者的怪念头打交道的话，财务会计准则委员会将无法运作。我对政治状况的判断也有可能是错误的。1995年中期，因为许多选民反对金里奇和他的众议院共和党人采取的极端做法，国家的政治气候开始转向中间派。财务会计准则委员会或许因此终于有了坚强的后盾。

股票期权使用量的迅速增加，大部分原因在于松懈的会计标准。到2001年，大约有80%的管理人员的报酬采用了股票期权的形式。但是，与将员工和股东的利益联合起来的初衷相反，股票期权的狂热形成了一种氛围，即经理人员收取报酬是因为他管理股价的贡献，而不是管理业务的贡献。股票期权给了经理人员强烈的激励去使用会计技巧来推高决定他们报酬的股价。而且正如很多人担心的，股票期权使得很多公司的收入比实际情况看起来要好得多。因为这个原因，联邦储备主席阿兰·格林斯潘（Alan Greenspan）加入到批判股票期权的行列中。联邦储备委员会的研究发现，在1995~2000年间，如果将股票期权作为费用扣除的话，标准普尔500指数中公司的平均收入增长率应该是9.4%，而不是他们所报告的12%。如果思科公司在2001年度将股票期权作为费用列支，它的收入就会减少17亿美元，10亿美元的损失就变成了27亿美元的赤字。而且，员工兑现股票期权时，会有授予价格和兑现价格差价，这一差价可使企业得到一大笔减免税赋的优惠，思科的减免税额在2000年是14亿美元，1999年享受了25亿美元的减免税优惠（tax break）。

2001年甲骨文公司的首席执行官拉里·埃里森（Larry Ellison）的例子，可以很好地说明股票期权并没有激励经理人员增加股东收益，反而成为他们从中捞钱的工具。埃里森在甲骨文软件公司收入没有达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到预期目标并且股票价格下跌57%的那一年，通过兑现股票期权而获得了7.06亿美元的收入。

接管的尝试

由于在股票期权规则上的胜利，变得大胆的公司将下一个带有敌意的目标定为尝试接管标准制定程序。他们的目标是财务会计基金会（Financial Accounting Foundation，简称FAF），也就是财务会计准则委员会的董事会。财务会计基金会任命财务会计准则委员会的成员和董事会首要的主席职位，而这一职位很快就会空出来。高层的经理人员希望能对财务会计基金会主席的选择施加影响。他们的最终目标是在董事会中得到更多的发言权并能制定财务会计准则委员会的议事日程。

财务会计基金会受到的攻击来自于被称为财务执行官协会（Financial Executives Institute）的商业团体，现在称之为国际财务执行官协会（Financial Executives International ），那个时候该协会是由像摩托罗拉、宝洁、通用电气、通用汽车和花旗公司（现在是花旗集团）这样的蓝筹巨人的审计师和首席财务官领导的。通过国际财务执行官协会，他们在1995年11月写给财务会计准则委员会董事会的一封信中打响了第一枪，宣称“财务会计准则委员会的可信性已经明显下降，并且……除非对程序做出重要的修正，否则很快就会危害到民间团体在标准制定方面应有的作用”。执行官们最大的抱怨在于财务会计准则委员会对商业的偏见，以及它缺乏对商业现实的“关注”。为了弥补这些不足，他们提议缩减财务会计基金会的规模，对制定新规则的程序实施严格的时间限制，财务会计准则委员会的某些会议不再对公众公开，建议由一个独立的组织来制定财务会计准则委员会的议事日程，并对现行的标准实施设定时间限制。

我感到不妙。我想这个阴谋集团的目的不在于加快和提升标准制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定的程序，而在于束缚委员会的手脚。在诺沃克后方酝酿的是一项新的会计标准，一旦被采纳，就要求公司在资产负债表中对其衍生金融工具当前的市场价值予以披露。衍生金融工具是指期权、利率调期[1]和其他的金融产品，它们的价值由其他的证券决定。货币调期[2]是衍生金融工具的一种，这种互换帮助公司保护利润不受其持有的巨额外国货币价值波动风险的影响。1994年，几个著名的大公司由于衍生金融工具的崩溃而损失惨重。在某些情况下，因为没有规则要求公司对此予以披露，股东不知道公司在大规模地使用衍生金融工具。

发动对财务会计基金会政变的许多公司，要么是衍生金融工具最大的持有者，要么是其主要的交易者。他们最不希望发生的事情，就是制定一条规则强制公司披露衍生金融工具的相关信息，因为公司使用衍生金融工具，不但可以帮助公司防范风险，而且也可以帮助公司掩饰每季度的收入波动。衍生金融工具以合理的市场价值在报表中出现，可能会使公司的资产负债表看起来没那么稳健。

在证券交易委员会，我们继续保持进攻的姿态，并要求财务会计基金会重整旗鼓。我们想增加独立受托人的席位，相信这样财务会计基金会就可以更好地履行作为公共利益保护人的职责。在当时已有的14位独立受托人中，只有两个人是真正的公共利益的代表，其余人当中，4人是审计师，3人是公司官员，3人是州或地方政府的代表，1人是投资经理。14人中，10人是由特定的利益集团选出的，并被视为这些利益集团的代表。会计业有权任命4个财务会计基金会受托人，国际财务执行官协会有两个席位，证券业协会有1个席位。我们不但想终止特定利益集团对财务会计基金会的控制，而且还想有多数的公共

① 利率调期又称“利率互换”，是指债务人根据国际资本市场利率走势，将其自身的利率浮动债务转换成固定利率债务，或将固定利率债务转换成浮动利率债务的操作。它被用来降低借款成本，或避免利率波动带来的风险，同时还可以固定自己的边际利润。——编者注

② 货币调期又称“货币互换”，是指为降低借款成本或避免远期汇率风险，将一种货币的债务转换成另一种货币债务的交易。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利益的代表，我们还想让证券交易委员会在这些成员的任免方面拥有否决权。为了在协商中产生影响，我们打出了一张危险的王牌，威胁说如果我们的要求得不到满足，就不让财务会计准则委员会负责证券交易委员会的标准制定工作。

财务会计基金会的委托团体予以了非常激烈地还击。我错误地坚持撤去了凯西·里斯顿（Kathy Wriston）——前花旗公司首席执行官沃尔特·里斯顿（Walter Wriston）的妻子担任的所有职位。我知道凯西·里斯顿是财务会计基金会最活跃最受人尊敬的成员，她也了解复杂的会计术语而且她从来不缺席会议。但是我想她的职位应该由一个更中立的和银行业和华尔街没有联系的人来担任。取代她的尝试是一个错误，因为这让我的对手将她说成是一个罪人，而且也掩盖了问题的关键——财务会计基金会缺少代表公共利益的成员。

财务会计基金会和我的看法却不一样。我们之间意见的不一致让我沮丧到了极点。因此我打电话给通用电气的首席执行官杰克·韦尔奇，请他参与此事。我知道如果他赞同成立一个由代表投资业公共利益的成员组成的理事会，监督强大的财务会计准则委员会，他就会为财务会计准则委员会说话，而商界也会尊重他。我向他解释处在得失攸关的紧要关头的处境：如果财务会计基金会和财务会计准则委员会被削弱，它们就丧失了可信性，外界会将财务会计准则委员会的标准看做废纸一张。财务会计准则委员会独立地制定会计标准的能力最终也会丧失。证券交易委员会和国会就不得不介入，而那样整个程序就彻底地政治化，但愿不会如此！韦尔奇很快就领会了我的意思。他建议我们求助于另两位卓越人士，曼哈顿（Chase Manhattan）的首席执行官沃尔特·希普利（Walter Shipley）和JP 摩根（J.P.Morgan）首席执行官桑迪·沃纳（Sandy Warner）。我们一起在韦尔奇的休息室共进午餐，他们三个同意帮助我想出一个来加强而不是削弱财务会计基金会的办法。

我记得1996年夏天在德勤（Deloitte & Touche）纽约办公室的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次紧张的会议，德勤的首席执行官迈克尔·库克是财务会计基金会的主席。我向他解释为什么在财务会计基金会中应该存在超过半数以上的独立受托人，并且说明这样一来一些现任受托人就不得不辞去职务。然后我离开了会议，但是我的高级助手——总顾问狄克·沃克、顾问米歇尔·施莱恩和首席会计师米歇尔·萨顿，留下来继续参加协商。经过几个小时取得了一点进展后，他们3个涌进桑迪·沃纳在曼哈顿的办公室。经过沃纳打电话在各方之间进行协调，那天晚上7点钟僵局终于被打破。美国注册会计师协会和国际财务执行官协会都同意让出一个席位。证券交易委员会同意让凯西·里斯顿留下，财务会计基金会承诺填补两个空缺，让代表公共利益的理事人数占总人数的比例达到50%。证券交易委员会原本想要比这更高的比例，但是为了表示诚意就接受了50对50的平局。证券交易委员会在否决权上也做了让步，但是证券交易委员会让财务会计基金会保证在做出任命之前必须咨询证券交易委员会的意见。为了证明我在董事会中并不是任人唯亲，我又聘用了3位广受尊敬的人来填补空缺的职位。他们是前联邦储备副主席曼纽尔·约翰逊（Manuel Johnson），证券交易委员会前主席戴维·鲁德（David Ruder），美国教师退休基金会的主席兼首席执行官约翰·比格斯（John Biggs）。

关于财务会计基金会的争端结束了，但它引起的注意超过了股票期权的争议。财务会计准则委员会继续通过了一项标准，强制公司对其持有或交易的衍生金融工具的价值予以披露。这些幕后的争吵给我留下一个最重要的印象：会计师事务所在涉及投资者利益的问题时，通常表现得漠不关心。所以首席财务官们为争取他们报低费用和夸大收入的标准而战也就不足为奇了，但是当我看到审计师在这些争执中的所作所为后，我感到震惊。他们没有站在投资者的立场，相反却纵容他们公司客户的做法。他们已经成为了辩护者。经过这些事情后，我对会计业有了不同的看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数字游戏的方式

在此后的几年中，证券交易委员会的几任首席会计师——沃尔特·许兹（Walter Schuetze）、迈克·苏顿（Mike Sutton）、里恩·特纳（Lynn Turner）都警告我说他们注意到公司数字游戏数量在显著增加。例如，以前所谓的重组费用被越来越多地用于夸大运营业绩，“饼干罐”会计策略[①]（cookie-jar）准备金被用来平滑不同时期收入的波动。他们发现更多的公司将一般费用归入例外的、一次性的或非经常性的成本中。然后公司会将这些费用和收入相加并称之为“预计盈余”（proforma earnings）。按照《通用会计原则》标准制作的公司证券交易委员会文件，这些所谓的一次性费用应该从收入中扣除。但是这些文件是在公司季度收入发布4~6个星期后制作的，那个时候这已经成了旧闻了，分析师和投资者不会再愿意花力气去看。看了这些文件的分析师也会将这些看做是不相关的对公司前景无任何意义的历史报告。

还有很多其他的会计技巧，如“联合经营法”[②]（pooling of interests）就是20世纪90年代出现无节制的并购活动的主要原因，尤其是在虽然股价高涨但是利润却微乎其微的高科技部门。当两家公司以他们各自的账面价值合并时，就产生了共同利益，并购者向被并购者支付的高于市场价格的购买价格被忽略不计。这种操作让两家公司看起来好像一直是一个实体，而且这样一来首席执行官也能向股东隐瞒并购过程中发生的巨额费用。假定一家科技公司以10亿美元购入一家小规模的科技公司，并购过程中没有现金转手，该公司只需要向被并购公司的股东发行股票就可以了。购入价格时常高过新公司启动时的实物资产价值。这两者的差价被称为是“商誉。”

---

① “饼干罐”会计策略是企业的一种做账方式。在营运良好的年度，储备部分资金以降低盈余；在营运不佳的年度运用这笔资金来提高盈余。——编者注

② 联合经营法是公司购并或合并时所采用的会计方法之一，就是直接将两家公司的资产负债表上的资产、负债及股东权益等逐一相加。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商誉是一个会计术语，指的是买人价高出合理的购人资产市场价值的差价部分。公司偏好使用联合经营法是有深层次原因的。商誉必须进行摊销或者是作为费用列支，最长期限是40年，在这期间就会使收入减少（这个规则已经变化）。但是如果使用联合经营法，公司可以假装没有获得商誉，这样就可以人为地提高收入。

通过对这些以及其他会计方法的独创性使用，我们可以看出公司收入报告的模式。在发布财务报告之前，公司会不停地在收入计算过程中做手脚，直到得出最令人满意的数字为止。收入新闻发布会只披露好消息——或者是那些有利于股价上涨的细节。审计师已经渐渐成为客户的俘虏，尽管有许多不真实的账目，他们还是会做出公司想要的巧妙的审计。各种咨询费在不断上长，包括信息技术的设计和设备安装，管理层报酬建议和购并分析。1976年审计费用占会计师事务所收入的70%，而1998年只占31%。情形越来越清楚，审计师不愿做任何会给客户带来麻烦，并潜在地会损害自己主要收入来源的事情。咨询合同将会计师事务所变成了公司管理层的延伸——有时甚至是拉拉队。有些事务所甚至以审计师向客户提供的非审计业务的多少来支付报酬。

会计师也做公司的内部审计业务。这就是说审计师将审计自己为公司编制的财务报表，自己正是报表系统质量的把关人。他们做内部审计的同时，也为公司要上报给证券交易委员会的报告做外部审计，有些审计师其实就是在审计自己的工作。

在审计业内部，没有一个愿意惩罚不正当行为的监管机构。在一个接一个的案例中，证券交易委员会看到了审计师没能发现首席财务官让他们审计的数据背后存在的问题。证券交易委员会发现了对《通用会计原则》不规范的运用。并且发现审计师对公司的重大会计缺失故意视而不见，理由是公司的管理人员告诉他们这些行为是“无关紧要”的、影响甚微的，所以可以忽略不计。

依靠投资银行业务来赢取报酬的分析师，也一样不情愿揭发这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不当行为。许多分析师已经越来越依赖公司泄露给他们的未来季度的收入数据。那些拒绝泄露消息的公司，或者是没能符合分析师收入预期的公司，很快就发现它们的股票被抛售以示惩罚。这诱使首席财务官们更多的玩起这种数字游戏。

董事会，尤其是审计委员会的职责是监管审计程序，这二者不是在监控的时候睡着了，就是没有专业能力对首席财务官进行质问。此外，股票市场的失控，网络公司狂热的新股公开发行，科技和通信公司股价毫无理由地被不断推高，更使问题日益严重。投资势头上涨，在这股势头中投机者和其他投资者只以一个重要的标准来买入股票——公司的每股收益在上一季度是否增长，这把市场推向了新的高度。看起来整个国家都想一夜致富，傻瓜才会考虑什么会计标准。

坏情况还不只这些。具有良好声誉的顶级公司也在以完全误导投资者的方式假造数字。证券交易委员会很快就发现，如果我们让一家公司逃脱滥用会计准则的处罚，其他的公司就会纷纷效仿。这样就很难再确切辨别公司收入和公司股票的价值了。

在接下来的4年中，也就是1997~2000年，有700家公司在以往的财务报表中发现错误并更正收入。而通过比较发现，1981年仅有3家公司须对盈余重新申报。报表的重新编制让投资者承担了巨大的成本，他们所持有的证券的市值损失了上百亿美元。我确信其实许多投资者从来不知道到底发生了什么事情。

解决方案：独立审计师

真实的数据和投资者的信心，都有赖于审计的独立。没有独立的审计，投资者就没有理由相信一家公司报表数据的真实性。经过审计的报表是投资者做出投资决策的依据。当然，投资者希望把钱投在他们认为会给他们带来最高回报的公司。反过来，投资有助于创造就业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会并有利于整体经济的增长。投资者的分析是从阅读财务报表开始的。报表让他们对公司在过去的一季度或一年中的经营状况有一个大致的了解，从中也能看出管理层是否达到了他们承诺的目标。贷方、债券持有人、信用评级机构、供货商、顾客和股东都需要真实的财务报表。这就是为什么审计人员要像棒球赛中的仲裁员一样而且还要名副其实。

独立性就是说审计师不能与他们审计的公司站在一起。他们不能审计自己的工作或者是他们合伙人的工作。如果一个会计师为客户做账，他就不能再审计这些账目的正确性和完整性。毕竟，会计师对自己犯下的错误会得出什么么样的结论呢？

这些并不仅仅是我一个人的崇高理想。美国最高法院在1984年美国诉阿瑟·扬一案的判决结果中，确认了审计师的监督职责，判决中写道：审计师的“最终忠诚对象”是“公司的债权人和股东，以及投资于公司的大众”。最高法院进一步阐述了监督职责“要求会计师始终保持相对于审计客户的独立性并要对公众的信任有完全的忠诚”。例如，为了保证彼此之间的相互制衡，禁止审计人员持有被审计公司的股票。

这个解决方案有三个支柱——证券交易委员会和财务会计准则委员会必须提高财务报表的透明度，并要求公司遵循《通用会计原则》的规则和精神，必要的时候证券交易委员会可以采取强制措施；审计行业必须重新开始履行其独立性的承诺，并惩戒那些弄虚作假的审计师；公司管理层也必须改变思维，从不惜代价地窜改收入数据来满足华尔街的预期，转变到允许让未加修饰的数据来说明问题。1998年9月28日，在纽约大学做的题为“数字游戏”的演讲中，我公开了证券交易委员会在这三个领域的议事日程。从演讲的那天开始一直到我的任期结束，在这件事上我绝不会退缩。证券交易委员会开始大张旗鼓地工作，但是会计业和它在商业团体中的同盟以及国会也都有自己的目的。每当证券交易委员会有行动，他们都予以还击。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚至就在我做上述演讲前，证券交易委员会就提议和美国注册会计师协会共同成立一个新的机构，为承担上市公司审计业务的审计师制定独立性标准。在令人沮丧的协调耗费了一年的时间后，美国注册会计师协会和五大会计师事务所才赞同成立一个名为独立准则委员会（Independence Standards Board，简称ISB）的机构。证券交易委员会主席的继任者哈维·皮特（Harvey Pitt），代表会计业参加这些谈判。那个时候，皮特是一家律师事务所的合伙人（其他的合伙人还有弗里德、弗兰克、哈里斯、施赖弗和雅各布森），代表着美国注册会计师协会和五大会计师事务所还有许多其他证券业客户。独立准则委员会的宗旨是发起制定规则希望会计业重振审计独立的精神。在我工作表的第一行上列着：制定规则，使会计业不能为了咨询业务而损害审计业务。独立准则委员会于1997年5月成立，其成员一半代表会计业，一半代表公众（双方都有否决权）。

我意识到伴随着会计业前进的每一步，都要大大地后退一步。美国注册会计师协会制作了一份冗长的白皮书，在独立准则委员会的第一次会议中进行讨论，该白皮书质疑制定国家统一审计标准的必要性。它建议由独立准则委员会简略制定主要规则。也就是说，每家会计师事务所都能具体制定各自的标准，而且每个审计师以此判断他是否遵守规则。白皮书还提出证券交易委员会过于以“命令和控制”方式实施监管。最后，白皮书主张在假定某些安全措施到位的情况下，会计师事务所可以提供任何服务。事实上，白皮书是在提倡拓展非审计业务，并以此作为提高审计业务质量的手段。

白皮书的主要作者是哈维·皮特，他帮助我们成立了独立准则委员会。即使在成为该机构的主席后，皮特仍然坚持咨询业务的增加不会干预审计师独立性的观点。在他看来，行业内问题的解决方案，就是一项要求公司更多、更频繁地披露有关运营和战略信息的规则。更多的披露将是一个重要的步骤，但是我认为首先和关键是要让公司和他们的会计师遵守现行的规则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国注册会计师协会的巧计是想让自己取代独立准则委员会的位置。它为独立准则委员会提供工作日程、工作人员、资金。我很快就清楚地看到美国注册会计师协会之所以赞同独立准则委员会的成立，是因为美国注册会计师协会相信可以控制独立准则委员会。美国注册会计师协会行事的一贯作风就是如此，几十年来它都在设法参与其他委员会、研究小组和审裁团来实现自己在行业中的统治。为了抗议，我拒绝出席独立准则委员会的第一次会议。独立准则委员会成立最初几个月里的风风火火，并不预示着它在未来能够发挥多大的效力。在接下来的两年里，在无休止的关于界定独立性的讨论中，独立准则委员会几乎陷于停顿。证券交易委员会本应该将一些重要事务控制在自己的手中。

证券交易委员会出击，财务会计准则委员会手软

与此同时，证券交易委员会首席会计师特纳和他手下的工作人员，不断出台会计公告来阐明现行的会计准则。一些公司最经常用来伪造假账的方法在公告中被明令禁止。其中发布的有一份这样的公告，被称为 101号函（会计解释函令第101号函，Staff Accounting Bulletin 101），阐明了公司确认收入的时间。

101号函的目标是改变日渐增加的公司过早地确认收入的趋势。最近导致收入报表重新制作的主要原因就是收入确认时间上的错误。普通的做法是将跨年度完成的合同取得的收入在一个会计年度内一次性进行确认，但是每年合同的收入只是总收入的一部分。同样，在这个问题上主要的违规者还是高科技行业，为了和分析师的预期保持一致，这个行业处在一个季度接一个季度地虚构收入的压力之下。我们知道一些技术设备公司是在收到跨年度合同的预付款时对收入予以确认，而不是执行合同的关键条款后给予确认，从而违反了会计准则。我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也知道公司在没有将计算机和网络传送装置出货前就确认收入，而会计准则规定，客户没有收到设备并同意支付货款之前不能确认收入。

来自硅谷的反对声震耳欲聋。无数美国国会成员和科技企业的说客打电话或写信要求延缓会计公告对公司报告生效的日期（虽然公告只是对现行规则的说明）。他们通过参议员菲尔·格拉姆（Phil Gramm）来达到目的，菲尔主管参议院监管证券交易委员会的银行委员会。这位得克萨斯的共和党人是一个强硬的家伙，所以证券交易委员会对于菲尔延缓规则生效时间的要求，给予了足够的重视。菲尔注意到证券交易委员会通过发布工作公告制定政策，虽然证券交易委员会已经两次延缓了规则生效时间，他仍然打了好几次电话并且写了几封信继续要求延期。

如果就让菲尔和其他一些法规制定者的延期要求大行其道的话，那么101号函到2000年11月的大选后才能生效。那个时候，共和党政府可能已经决定根本不发布这个会计公告。证券交易委员会拒绝了这些请求。最后事实证明我们是正确的——大约200家公司必须改变它们的会计操作以符合101号函的要求。

大约在同一时间，硅谷的两个重要人物亲自来游说我。思科的首席执行官约翰·钱伯斯（John Chambers），和风险资本家约翰·多尔〔John Doerr，风险资本公司KPCB（Kleiner Perkins Caufield & Byers）的合伙人〕，1999年秋天出现在我的办公室里。他们被财务会计准则委员会提出的终止并购者使用联合经营法的提议激怒了。联合经营法的终止尤其会影响到思科，它为期5年的并购刚刚进行到一半。联合经营法可以让思科避免从收入中减去数十亿美元的商誉价值，从而增加收入。

我告诉他们我支持财务会计准则委员会取消联合经营法的努力是因为联合经营法已经表现出很多弊端，而且严重地误导了投资者。当我拒绝妥协的时候，钱伯斯再三的提醒我说他有“很多朋友在这个城市”。钱伯斯用不是那么明显的方式暗示说他在白宫和国会都有势力，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且能用它来迫使我做出让步。当时，在把他送到门外之前我不得不控制我的情绪。

钱伯斯和多尔很容易就在国会找到了同情者，在接下来的几个月我收到了他们中许多人的信。有趣的是，我从来没有听到白宫、财政部或者克林顿政府的其他任何部门在与会计及其他问题上有所抗议。或许能为科技行业的首领效忠的朋友并没有他们期望的那么多。

然而，钱伯斯、多尔还有一群其他科技公司的首席执行官们想方设法说服国会和财务会计准则委员会。菲尔领导的参议院银行委员会举行了听证会。科技公司的首席执行官们涌入国会，强迫国会接受他们的议案。历史仿佛重演。最后，财务会计准则委员会取消了并购者的联合经营法。但与此同时，也为思科这样的公司提供了更方便的处理商誉负担的方法。这样做的方式是不要求公司将其并购获得的商誉价值的一部分作为费用来核算。现在，商誉不再从收入中扣除。核算商誉价值的方法改为，公司必须定期检查并评估，来看他们获得的商誉价值是否被减少了，或者是否仍然物有所值。如果不是，他们必须在资产负债表中减少这部分资产的价值。这就是几个月前菲尔在他办公室举行的一次会议中向我提议之事。尽管我在努力使财务会计准则委员会不受政治上的干预，政治家们还是影响了会计准则的制定。

2002年，公司开始注销20世纪90年代并购活动产生的数十亿美元的价值。公司的主管人员挥舞着一根魔杖掩饰他们的错误，并声称如此巨额的注销是因为“会计准则的改变”，这样才没有在市场中为其错误的决定和多付的巨额款项而遭受惩罚。财务会计准则委员会屈服于公司的压力，允许公司进行主观确认，这使公司得以窜改商誉价值并改写收入。这次妥协所付出的代价是可能未来数年的财务报表都不能反映许多商业并购的真实情况。

当我接待一批又一批的公司说客时，证券交易委员会的稽查部门正在调查数量惊人的集团性的会计欺诈活动。这些调查针对诸如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Waste Management和Sunbeam这样的公司，指控其使用违规的会计方法掩饰少得可怜的收入增长。他们还涉及更改5年来的财务报表。例如，Waste Management公司承认在1992~1997年间，虚报收入达14亿美元——那个时候，这是历史上数额最大的更改报表案，这致使其股票跌入了谷底，而投资者的损失达260亿美元。

但是要搜集到足够的证据提起诉讼需要用3年的时间。2001年，证券交易委员会在我离职4个月后最终宣布——Waste Management公司在安达信会计师事务所的帮助下，操纵财务报表隐瞒了17亿美元的费用。Waste Management隐瞒费用的方法就是任意增加其垃圾卡车的使用寿命，这样就没有按规定对卡车提取折旧（折旧也属于费用，应该从收入中扣除）。与此同时，垃圾承运人宣布公司卡车的折余价值增加。换句话说，就是卡车使用得越频繁，卡车越老，公司却越说它们值钱。

证券交易委员会断言安达信知道这一点以及Waste Management公司其他无数违反会计标准的事。证券交易委员会指控安达信不仅允许他们不正确的做法，而且知法犯法，允许该公司连续4年错误的带有误导性的财务报表过关。毫无疑问，安达信自从1971年Waste Management上市之后就负责它的审计工作，直到1997年，Waste Management历史上的每一位首席财务官和首席会计师以前都在安达信会计师事务所工作过。在20世纪90年代，大约14位前安达信的雇员在Waste Management主要的财务职位上担任过职务。

对此安达信未置可否，只是支付了700万美元的罚金并同意以后不再违反法规。这次合解成为安达信倒台的噩梦。安然倒闭后，司法部就用此合解中的承诺作为起诉安达信的主因，而不是仅仅起诉替安然审计的安达信合伙人。

直到2002年3月，在证券交易委员会能以伪造假账为名对Waste Management前6名经理提起诉讼之前，又花了9个月的时间，因为这项指控被他们否认。另一宗具有里程碑意义的案子，是关于Sunbeam

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的，也要花同样的时间才能完结。即使Sunbeam的首席执行官阿尔贝特·邓拉普（Albert Dunlap）在1998年因为一桩会计丑闻而被董事会驱逐了出去，2001年5月，证券交易委员会还是以会计欺诈为名，对他和4位其他高级管理人员，还有Sunbeam审计的合伙人（这一次还是安达信）以及Sunbeam公司本身提起了诉讼。Sunbeam公司了结了诉讼但没有承认自己违规，被诉的6个人否认了违规行为并提出了反诉讼。

虽然证券交易委员会怀疑在Waste Management和Sunbeam中存在着严重的不规范行为，但是证券交易委员会不能用调查得来的惊人事实来支持证券交易委员会的论点，宣布说2000年夏天会计行业出现了严重的不正当情形。证券交易委员会不得不寻求其他的途径来矫正这些已经发现的但是不能公之于众的问题。

证券交易委员会从证券交易所得到了帮助。在证券交易委员会的呼吁下，纽约证券交易所和全美证券交易商协会（纳斯达克证券市场的发源地），成立了一个顶级的工作小组，研究提高公司审计委员会的警惕性的办法。这些委员会本来应该对审计程序进行监督，但是由于许多原因他们反而被公司管理层所影响，尤其是会受到狡猾的不窜改数据就达不到分析师预期的首席财务官的影响。1999年末，证券交易所一致认为，作为股票上市发行的条件，公司的审计委员会必须和管理层保持独立。审计委员会的成员中，必须有董事会里具有财经知识的董事，和至少一名财务和会计专家。

但是会计行业本身在继续阻碍证券交易委员会的行动，主张说独立性根本就不是什么关键问题。事实其实是相反的，对于证券交易委员会来说，五大会计师事务所咨询收入的急剧增长引发了严重的问题，即让人怀疑审计的独立性，该行业提供的最有价值的公共服务即审计服务正在受到损害。到了该管制的时候了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

匿名信

1997年冬天，证券交易委员会东南地区迈阿密的办公室收到了一封匿名信，它极大地加重了我们手中的砝码。这封信声称在佛罗里达州的坦帕，永道会计师事务所的某些审计师持有他们正在负责进行审计业务的公司的股票。如果是真的，这就是一个违反独立性规则的例子。

刚开始，证券交易委员会没有重视这封信，因为证券交易委员会得知，写这封信的人最近被解雇了。证券交易委员会必须确认她的指控目的不是出于报复来骚扰她的前老板和同事。在证券交易委员会一开始调查后，证券交易委员会发现他们在坦帕的违规行为比告密者所知道的范围更广。

与此同时，永道和普华合并成立了普华永道国际会计公司，六大会计师事务所变成了五大会计师事务所，但是合并也加剧了股票持有问题。合并后，普华合伙人和员工必须卖出由永道审计的公司的股票，反之亦然。但是，他们却没有这样做。在证券交易委员会的坚持下，普华永道雇用了一个特殊顾问在全美范围内进行内部调查。结果让证券交易委员会感到震惊。

普华永道的合伙人将遵守股票持有规则看成了一件可有可无的事情。调查发现的违规案例达到让人难以置信的8 000例，其中半数以上是发生在普华永道的合伙人身上。一个随机调查也显示，3/4的普华永道的合伙人在被问及是否是自愿这样做时，没有人透露自己违反独立性规则的情况。需要说明的是，有些违规的程度是轻微的，譬如说一些被怀疑的股票是由合伙人的孩子持有的。但是也有些则比较严重，普华永道主要分支机构的领导和主管实施利益冲突规则的高级经理，持有普华永道审计客户的股票。

甚至普华永道的首席执行官詹姆斯·希尔诺（James Schiro）也持有被禁止的股票。他和其他8位合伙人持有Emcore股票，Emcore是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新泽西州半导体生产商，其审计业务之前由普华负责，在普华和永道合并后就由普华永道国际会计公司负责。希尔诺按规定必须售出他持有的Emcore股票，但是直到1999年2月他才这样做，也就是在普华与永道合并7个月后，并且是在普华永道完成对Emcore 1998年的审计业务之后4个月。

因为大规模的违反股票持有规定的事实，我们现在有了普华永道（五大会计师事务所中最大的一家）违反独立性规定的无可辩驳的证据。当审计师违反独立性规定时，证券交易委员会有权驳回该审计师审计的客户的报表。如果证券交易委员会采取这一步骤的话，几乎成百的普华永道的客户都会辞退它。这种可能性就像悬在普华永道头上的一把利剑，因此它同意进行内部调查。

证券交易委员会和会计师事务所又开始了长时间的协商，这一次是想让其他四大会计师事务所对他们自身以往遵守股票持有规则的情况进行检查。在这次的协商过程中，美国注册会计师协会犯下了一个重大的错误。五大会计师事务所、利用注册会计师协会为通道，为一个被称为公众监管委员会（Public Oversight Board，简称POB）的工作小组提供经费。这个有5个成员的工作小组，于2002年5月停止工作，它甚至比财务会计准则委员会还缺乏透明度，但是它最初计划帮助维持资本市场可信性的角色是重要的。在20世纪70年代一系列审计造假案引发骚动之后，注册会计师协会创立公共监管委员会的目的是实施某些自律性功能，以先发制人进行更强硬的管制。

从1977年开始，公共监管委员会对审计质量进行检查，并就业内检查程序进行监督，在业内检查程序中，会计师事务所互相审查对方的控制和审计过程。在证券交易委员会的请求下，2000年春天，公共监管委员会准备对五大会计师事务所中除了普华永道之外的其他四家进行股票持有状况的检查。但是当公共监管委员会委托一家律师事务所和一家咨询公司帮助进行这次审查的时候，注册会计师协会却出面阻止公共监管委员会的这次行动。2000年5月，在写给公共监管委员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会的一封信中，注册会计师协会说它“不会批准也不会认可公共监管委员会提交的需支付的发票，不认可其代表提出的有关特别审查所需的费用……”这是会计师宣告战争的开始。

经过几个月来来回回的筋疲力尽的折腾，到了2000年6月，证券交易委员会才解决了此类的问题。每个事务所都同意雇用独立的顾问，对截止到2000年3月31日的为期9个月的时间里，审计师和事务所与审计客户之间存在的经济利益关系进行检查。作为交换，证券交易委员会同意不指控轻微的自动坦白的违规行为。另外，事务所同意让公共监管委员会审查事务所为了确保此类问题不再突然出现，是否采取了有效的措施。这些检查包括：培训项目，合伙人投资状况的随机抽样，以及计算机警示系统（对买入客户公司的审计师提出警告）。当独立顾问的“检查”结束的时候，公共监管委员会的检查却还没有开始，公共监管委员会主席查克·鲍舍（Chuck Bowsher）说这是因为业内一直在拖延上交公共监管委员会进行检查所需要的内部记录。因为这个，又因为公共监管委员会感到证券交易委员会主席皮特在安然事件后，提出想要建立一个新的会计监管委员会，但是并没有把公共监管委员会的作用包括在内，所以它自己提出歇业。这一时期的教训是相当明白的：让会计业做到自律是一个天大的笑话，它们想让公共监管委员会成为一个绅士争论的场所，并计划将它牢牢地控制在手中。事务所除非被强迫，否则是不会对自己进行审查的。

议事日程上的每一件事——保护财务会计准则委员会不受外界干扰，检查审计师对客户的股票持有状况，改变审计委员会的结构，发布证券交易委员会指导性会计公告，都帮助我们在一定程度上实现了目标——更精确的数据和更多的投资者信心，但是我们仍然有很多工作要做。

最大的症结所在仍然是审计师的独立性。股市的攀升已经达到了让人昏乱的高度，同时，公司的数据游戏也玩到了厚颜无耻的地步。看起来高高在上的市场就建立在虚构的数据之上。独立准则委员会作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为解决这种混乱局面的一种方案，已经被证明是死胡同，而且会计业正在用其所有的政治、法律和金融的权势来反击我们，因此证券交易委员会邀请了三位最顽固的事务所的首席执行官来讨论要发布的新规则。但是这三个人——毕马威的主席斯蒂芬·巴特勒（Stephen Butler），安达信首席执行官罗伯特·格拉夫顿（Robert Grafton）和德勤首席执行官詹姆·科普兰，提出除了在他们自己的办公室，否则他们拒绝在任何地方和我们会面。我们同意于6月20号在德勤位于曼哈顿市中心区的办公室里见面。

五大会计师事务所有两家因为一些个别的原因没有出席。一个是普华永道，因为自己大规模的股票持有违规案，除了与证券交易委员会合作之外没有别的选择。另一个是安永，它正在进行将其咨询业务出售给法国计算机咨询巨人凯捷集团（Cap Gemini Group）的项目，也需要寻求证券交易委员会的同意，所以它们不想卷人这场纷争，它们承诺中立。但是在接下来的5个月中，在会计业发动游击战来反对证券交易委员会时，它们并没有保持中立。

德勤的气氛很冷淡。事务所的领导人坐在会议桌一旁，另一旁则是我和证券交易委员会首席会计师特纳（前法律总顾问），还有现在的法律咨询哈维·戈德施米德（Harvey Goldschmid）。双方剑拔弩张，面无表情。他们说证券交易委员会计划中提出的规则会极大地限制他们能够向审计客户提供的咨询业务的范围，他们是绝对不会接受的。当我们解释监管的原因后，他们几乎一言不发，也不肯做出让步。我请他们帮忙来达成一个解决方案，但是对于要迫使他们放弃为审计客户提供利润可观的咨询业务的规则，他们不想有任何的妥协。出于某种考虑，安达信的首席执行官罗伯特·格拉夫顿说：“阿瑟，如果你们继续下去，这将会是一场战争。”90分钟后，我们离开。他们已经表示了鲜明的立场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独立性的界定

一周之后拟出的规则提议不再禁止审计师向其审计客户提供咨询业务，但是审计师在从事这项业务时要受到严格的限制。例如，如果一家会计师事务所设计并安装一个财务信息系统，它就不能再对这个软件产生的数据进行审计。毕竟，审计师不会指出由自己事务所设计的价值数百万美元的软件程序的错误，造成客户和事务所关系的疏远。

提议还规定，任何会计师在担任了一家公司的内部审计工作后，不得再担任公共审计师。其他的限制还有设计佣金系统，鼓吹公司业务，提供法律建议或从事游说活动，提供簿记保存服务，财产评估，招聘和评定员工，提供投资咨询等方面。我们相信审计师提供上述的任何服务时，不论是作为管理助手还是检查自己的工作，都会损害他们的客观性。那就像是学生评阅自己的期末考卷一样。

事务所发起了一场涉及范围广泛的公共关系和游说运动，来阻止证券交易委员会。他们指控说证券交易委员会是在克林顿政府行将就木的日子里做垂死挣扎。这一点让我感到为难。从1999年10月到2000年6月，证券交易委员会和事务所举行了几十次会议，试图找到解决独立性困境的办法。在前6年中，我只要与会计业的领导人进行谈话和会谈，一定会催促他们对独立性采取行动。

更实质的问题在于，事务所认为这个规则根本就是不必要的。他们说证券交易委员会没有证据能证明审计师会为了争取或是保留一份咨询合同而做出妥协。他们还说证券交易委员会也不能找出一个因为审计师缺乏独立性而弄虚作假的审计案例。这个我们“没有铁证”的论据难以让人驳回。没有审计师会承认他为了给事务所争取更多的咨询业务而对有问题的数据视而不见。但是咨询业务比重增加和会计错误的同时出现，公司报表的更改，以及股东数十亿美元的损失，实在是太惊人，无法仅仅用偶然事件来解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指责我们没有铁证的这个理由在国会产生了作用。国会成员写信、打电话或是亲自造访，鹦鹉学舌般地想要说服证券交易委员会取消这一规则。安然事件后，争论才集中在了法规制定者的身上，但是当时，他们目光短浅地认为监管者不应该采取预防性的措施来防止像安然这类灾难的发生。当然，我不可能知道一年后安然会倒闭，但是明明可以预防，为什么要用一家公司毁灭的后果来证明将咨询和审计分离的必要性呢？

接着就是从“新经济”角度对我们发难——证券交易委员会需要放弃“命令和控制”的监管方式，集中精力为科技和服务行业制定新的标准，因为《通用会计原则》没法核算出它们的价值。例如，争论主要集中在人力资本、市场份额、顾客服务品质、网站流量和其他无形的从来不在资产负债表中出现，但是投资者却认为它们有价值的资产。而且，他们认为《通用会计原则》是保守的，现在的投资者要的是实时更新的信息，而不是年度报表提供的过时的概况。禁止审计师为所审计的公司提供咨询服务，他们就无法开发出新的技术衡量上述资产价值，投资者也无法更了解公司的全貌。

“证券交易委员会不能衡量新经济”的说法是在混淆视听。没有哪个证券交易委员会出台的规则禁止公司聘请会计师事务所来开发衡量新经济的技术方法，它们只是不能聘请已经为其提供审计服务的事务所而已。更进一步说，也没有哪项规则禁止公司为投资者提供实时的信息。事实上，我赞同实时地进行信息披露，但是那不应该成为公司不按照《通用会计原则》制作季度报表的理由。数据必须可靠而且具有可比性。实际上，历史报表是管理活动的记录卡。投资者能够想像，资本市场在没有定期的数据汇总情况下可以有效率地运作吗？

会计师事务所还有另外一个重要的论据。他们坚持认为如果市场的25%~40%（他们估计的每个事务所的业务受到影响的范围）都是禁止入内的，他们很难招聘并留住最好的审计人才，他们说最聪明最有前途的大学毕业生是不会对一个职业机会受到限制的公司有兴趣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。这个论据暗指的意思就是如果审计师不能从事咨询业务，那么咨询业务的规模就会缩减，同时审计质量也会下降。

这简直是胡言乱语。如果安永的审计客户需要信息技术的专家，它可以从五大会计师事务所中的其他四大会计师事务所找。公司没有必要因为五大会计师事务所不能用自己的审计师，就非得在五大会计师事务所之外寻求帮助。五大会计师事务所在设计大型的计算机系统方面已经具备了数量可观的专家。

他们的论据掩盖了会计师事务所早就面临的招聘大学毕业生的困难。从1993年到1999年，会计师事务所的咨询业务平均年收入增长率是26%，但是在同一时期，参加注册会计师考试的人数从53 763人下降到了38 573人。主修会计专业的学生比例从1990年的4%下跌为2000年的2%。很清楚，尽管事务所有咨询副业收入的诱惑，但吸引大学生从事会计职业还是有困难。他们不能指责一项还没有生效的规则让会计业失去了吸引力。另外，如果年轻人对审计没有兴趣，那么会计业对审计的过低评价就应该承担大部分的责任。证券交易委员会发现，会计师事务所招聘审计师时提供的起薪比提供给新的咨询师的起薪要低。

游说的开始

很快，几乎我所有的时间都要用来处理连珠炮似的白宫和参议院的电话、拜访和信件了。拟定的规则提议发布不到一个月的时间，我就收到了46位国会成员的表示否定的信件，其中2/3是参议院银行委员会下面的证券附属委员会写来的。甚至以往维护消费者利益的民主党参议员，像印第安纳州的伊万·贝赫（Evan Bayh）和俄勒冈州的罗恩·怀登（Ron Wyden）都表示反对。还有一些人，比如宾夕法尼亚州的共和党人里克·桑特罗姆（Rick Santorum），要求我将对这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规则的最后表决推迟到2001年，当然，目的是等待接下来有可能执政的布什上台，因为布什政府极有可能拒绝这一提议。其他人就是要求我放弃原来的主张，他们质疑证券交易委员会控制会计师事务所的权限，有些人威胁说要切断证券交易委员会的资金来源。在接下来的几个月我还收到几十位法规制定者的来信。

会计师事务所开始通过为竞选捐款的方式予以回击。五大会计师事务所、它们的合伙人还有美国注册会计师协会，将大量的钱放进了数百位国会候选人和布什竞选活动的保险箱。根据一家无党派调查团体回应政治中心（Center for Responsive Politics）的调查，在2000年大选中，它们总共捐出了1 450万美元。该中心的统计结果显示，122个部门中会计业的捐款额排名27位，这个排名在电信之后国防部之前。五大会计师事务所中的每一个都出现在布什总统前20名捐助者名单中。

每个捐助者都获得了回报。美国注册会计师协会不但让法规制定者联系我提出要求，而且还说服了参议院银行委员会证券附属委员会举行听证会，该附属委员会主席，明尼苏达州共和党人罗德·格拉姆斯，也得到了会计业捐助的6万美元（他在那年11月丧失再次参加选举的资格）。

证券交易委员会要想办法让参议院银行委员会保持中立，作为监管证券交易委员会的委员会，它尤其可能施加严重的干预。我们决定采取证券交易委员会历史上从来没有过的举措：让稽查部主任狄克·沃克（Dick Walker）给委员会一份机密的简报，阐述我们正在调查的几宗严重的审计作假的案例，但是没有指明公司的名字。所有的案例都有审计师由于担心破坏和客户的咨询关系而做出妥协的情况。有一个案例就是审计师在得到客户下一年会更正错误的承诺后，同意忽略大量的违规问题。在另一个案例中，审计师心甘情愿地附和客户说一个极端恶劣的错误不会造成太多的资金损失。其中一家公司的首席财务官以前曾在外部的审计事务所工作，而且能影响这个审计团体里会计师的报酬。看过简报后，很多参议员都摇头表示不相信。但是委员会的武力威胁，尤其是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对证券交易委员会没有确凿铁证的指控减弱了。与此同时，首席会计师林恩·特纳和我在4个星期的时间里，向24位白宫和参议院的成员简述审计师独立性的理由。

在会计业不能通过游说和对竞选的捐助来达到目的的时候，它们准备起诉证券交易委员会。安达信请了戴维·博伊斯（David Boies），他曾经是政府诉微软反垄断案的律师；美国注册会计师协会请了格信律师事务所。他们的策略是想要挑战证券交易委员会规定会计师事务所可以及不可以和谁发生业务关系的权限。

正准备应付那些人的狂怒时，我接到了菲尔·格拉姆一个不祥的电话，虽然他反对这个规则，但是他有相当好的公平意识。这位参议员警告我说他的同事，亚拉巴马州共和党人理查德·谢尔比（Richard Shelby），正在准备一份"拨款附加条款"，或者是一份对证券交易委员会基金预算案的修正案，禁止证券交易委员会将任何钱用于这项规则的实施方面。得克萨斯州共和党人亨利·博尼拉（Henry Bonilla）也提出了一个类似的修正案，该修正案已经列入到白宫的考虑计划中。拨款附加条款很难驳回，因为它是在非公开的只有特定成员参加的会议上提出的。支出预算案摆出来的时候，法规制定者经常只根据其中的数据投票，在投票结束后才看附加条款的内容。菲尔建议我向会计业做些让步，不然附加条款就会通过。

我听后非常惊慌，打电话给正在家里的参议员特伦特·洛特（Trent Lott），他是受到大多数人支持的领导者。我请求这位密西西比州的共和党人不要让这个重要的问题因为拨款附加条款而搁浅。"无论你对这个问题怎么想，"我说，"程序应该是光明正大的。"我告诉他很多出版物，包括《纽约时报》、《洛杉矶时报》、《华盛顿邮报》和《商业周刊》，它们都赞成这个规则。"好吧，阿瑟，"洛特说，"我对你所做的事情并不熟悉，但是如果这些自由出版物都支持它，那么我表示反对。"

听了这些，我清楚地认识到如果我要将这项规则进行下去，我就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一头扎进了死胡同。最重要的是，我担心证券交易委员会受到被切断经费来源的惩罚。证券交易委员会的独立性从来没有受到过这样的威胁。而且，国会不但拒绝了我的提高证券交易委员会律师和其他专业人员的工资，以避免智囊向私人部门流失的请求，而且带有报复心理的法规制定者还大量地削减证券交易委员会的预算，并在证券交易委员会接下来几年的工作中碍手碍脚。这样一个结果不仅仅影响并伤害了审计独立原则，它还削弱了证券交易委员会开展新的项目和日常工作（包括监管股市和债券市场，监管共同基金业，监控数以千计的上市公司的申报文件）的能力。想到将会遇到的旷日持久、令人费神的法律方面的挑战，我举棋不定。一方面，这个行业肯定会把这个问题延缓至下一届政府，这也是他们疯狂游说的结果。而且总是存在联邦法院以某种方式约束证券交易委员会的可能性。

妥协

除了妥协，证券交易委员会别无选择。但是，即使这样也是不容易的，因为五大会计师事务所中的三大以及美国注册会计师协会甚至还没有和证券交易委员会进行过协商。连续好几个星期，我寻求机会和会计师协会谈话，因为我相信其管理团队对证券交易委员会提议的规则进行了不实的传达，尤其是涉及到这项规则对美国注册会计师协会的绝大部分成员（小规模审计事务所）造成的影响方面，有所误导。美国注册会计师协会吓唬这些小型的审计事务所说证券交易委员会提议的规则会导致它们停业。其实事实是完全不同的——小型事务所很少对上市公司进行审计，所以证券交易委员会的规则对它们几乎没有影响。

但是美国注册会计师协会主席巴里·梅兰克顿拒绝了我想和他的团体进行谈话的多次请求。他甚至表示要是我私下里提前同意放弃规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则，他就会邀请我和他们谈话。最后，也就是美国注册会计师协会2000年9月在拉斯韦加斯举行年会的前两周，梅兰克顿发了慈悲。他给我提供了简短演讲的时间，但是没有留下随后的问答时间。所有的人都有礼貌地听我的宣传，但是我知道我没有争取到他们。

就在形势变得毫无希望的时候，安达信的管理合伙人约瑟夫·贝拉迪诺发挥了关键作用。贝拉迪诺在安达信做过短时间的首席执行官，后因安然事件辞职。他瞒过毕马威和德勤，打破了我们面临的僵局。他和证券交易委员会总顾问戴维·贝克尔一起工作几个星期，构思了一份各方均可接受的妥协方案。同时，贝克尔、首席会计师特纳和我在设计妥协可能的结果时，展开了一轮紧张的三维国际象棋的博弈。因为我们知道一家事务所可能接受的妥协方案可能被另外几家拒绝。或者五大会计师事务所接受了，但和美国注册会计师协会又会格格不入。

规则中禁止计算机系统咨询的规定无疑是最具杀伤力的一部分。IT服务是会计师提供的最多也是速度增长最快的服务。安永和普华永道已经告诉证券交易委员会，它们接受关于IT咨询的禁止规定。从它们的立场来看，这并不是什么大的让步：安永已经出售了它的计算机服务咨询部门，而普华永道已经宣布要将其咨询业务出售给惠普公司。然而，五大会计师事务所中的其他事务所，是不会接受这样一个禁止性规定的。

证券交易委员会匆忙之中想出了一个可供选择的办法。这包括要求公司在股东签署的委托书中披露其为审计事务所提供的咨询服务所付的报酬额，并将其中的IT咨询业务单独列出。这样，投资者就能自己做出审计师是否独立的判断。贝拉迪诺认为他可以让他的同事接受这样一个妥协方案，但是如果安永和普华永道听说证券交易委员会在IT咨询禁止性规定方面做出让步的风声，他们会指控证券交易委员会在背后做了手脚。

证券交易委员会也必须考虑审计师是否能进行内部审计，也就是说，是否能帮助制作由独立审计师审计的那些财务报表。规则提倡做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彻底的禁止性规定，但是证券交易委员会也同意一定的妥协，即接受公司不得依靠独立审计师处理40%以上的内部审计业务的规定。对比，贝拉迪诺又让毕马威、安达信和德勤都同意接受了。

还有一个更棘手的问题。五大会计师事务所反对规则中审计师无论是表面上还是实质上都必须保持独立的规定。这条规定反映了证券交易委员会中大多数人的强烈想法，即审计师必须改变外界认为他们会对会计违规问题视而不见的普遍看法。为了恢复审计师的信誉，审计师必须证明他们无论是表面上还是实质上都是独立的。他们应该避免做任何导致投资者怀疑他们独立性的事情。因此，证券交易委员会坚持认为，如果一个“理性的投资者”分析了一系列条件并得出审计师可能抱有偏见的结论，那么审计师就可能违反了独立性规则。这意味着审计师在缺乏直接证据（例如，和同事的谈话或者日记）的情况下也得承担责任。这也意味着证券交易委员会指明了特定的行为（提供保险精算和评估服务，提供投资建议，持有审计客户公司的股票，等等诸如此类的行为）为违规行为外，其他没有指明的服务也可能因有利益冲突而被视为违规。可以想像五大会计师事务所对于这条表面性标准的规定当然会反对，但是这一次，证券交易委员会坚持了自己的立场。

贝拉迪诺很镇定，他在高度紧张的时刻平息了争论。但是到了2000年11月5号——总统大选前一周的星期一，虽然国会施加了巨大的压力，但是各方仍然没有达成最后的协议。证券交易委员会需要一周的时间来造一份妥协方案，同时，证券交易委员会不想让任何人得出证券交易委员会的最终决定是根据大选结果做出的这样一个结论。因此在那一天，证券交易委员会宣布在接下来的一周会出台最终的规则。

周末，德勤的首席执行官詹姆·科普兰打电话来提议召开会议。我们在我的会议室碰了面。科普兰，安达信首席执行官罗伯特·格拉夫顿，毕马威主席斯蒂芬·巴特勒和美国注册会计师协会主席梅兰克顿参加了会议。当时贝拉迪诺在欧洲旅游，所以没能出席。我描述了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券交易委员会方案的要点并且说："要么接受要么放弃。" 事后来看，虽然我以老大自居的语气可能不是解决问题的最好办法，但是证券交易委员会已经在IT咨询业务和内部审计业务方面做出了让步，这次不能再妥协了。证券交易委员会的方案包括对IT咨询业务的披露，并规定审计师进行内部审计的最高比例是40%。证券交易委员会还希望审计委员会公开宣布他们是否考虑了咨询业务对于审计独立性的影响。表面和实质独立性标准不能再有更改。最后，证券交易委员会想让美国注册会计师协会主席梅兰克顿保证，把美国注册会计师协会纪律委员会中公众代表人数占总人数的比例提高到50%。

事务所和梅兰克顿单独召开了45分钟的核心小组会议，在会议结束后，他们说不能接受证券交易委员会的方案。分歧的关键是审计师是否必须保持实质上的和表面上的独立性。会议结束的时候每个人都是怒气冲冲地离开。

第二天早上，贝拉迪诺从欧洲给贝克打电话："到底又发生了什么事情？之前我们不是已经把所有的事都解决了吗？" 幸运的是，贝拉迪诺答应让会谈继续，并在接下来的48小时里进行斡旋调解。他愿意和毕马威、德勤开诚布公地交换关于表面与实质标准的看法。随着这两家事务所在这一问题上和安达信、普华永道达成一致观点，五大会计师事务所中已经有四大和证券交易委员会一致了。然而，梅兰克顿仍然坚持自己的立场。这并不奇怪。在过去的几年中，他都顽固遵循"没什么可商量、没什么可接受"的策略，我认为这一策略使会计业付出了极大的代价。每当妥协有望达成的时候，梅兰克顿就会出面阻止。

安永和普华永道另生一事。它们感觉被证券交易委员会玩弄了一把，因为证券交易委员会不再禁止会计师事务所向审计客户提供IT咨询业务。但是那个周末，出现了奇迹，原定的惠普以180亿美元收购普华永道科技咨询部门的方案宣告流产。在没有其他买主的情况下，首席执行官詹姆斯·希尔诺推翻了他原来做出的禁止咨询业务的承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诺。如果他想最终能够出售普华永道的IT咨询业务，他就必须确保该业务的发展，即使是在证券交易委员会全面禁止的情况下，他也会努力达到这个目的。现在从普华永道的利益出发，他就应该接受证券交易委员会最新的方案。

那天希尔诺稍后打电话给我，在贝拉迪诺之后，他表示愿意就妥协方案进行商谈。希尔诺承诺帮助证券交易委员会说服安永主席菲利浦·拉斯卡维。那天剩余的时间，我不停地接电话，忙的时候要和五大会计师事务所中三大事务所的首席执行官同时通电话。我穿梭往返于我的办公室、会议室、我助手的办公室，接听各种提议、反面提议，同时还有哄骗和威胁。在中间，我还回复了国会打来的询问证券交易委员会工作进展的电话。

那天结束的时候，除了拉斯卡维以外，所有的人都和证券交易委员会意见一致了。这有些具有讽刺意味，因为拉斯卡维是五大领导人中最温和、最开通的一个。他在不影响其他业务的前提下，很快就把IT咨询业务转让给了凯捷集团，使事务所在独立性规则下比其他事务所损失更少。拉斯卡维如此合作的原因，大部分在于普华永道违反独立性的事实使得普华永道会计师事务所必须向客户证明它在进行整顿复兴，拉斯卡维这样做是因为他认为会计业已走入歧途，需要回归了。但是现在，拉斯卡维和他的管理层一起打来电话，他的法律总顾问强烈表示反对这项规则。我发现这相当让人沮丧。我对这位总顾问大喊着让他冷静，并要求拉斯卡维做出回答："支持还是不支持？"他沉默的几秒钟让人伤脑筋，接着他否决了他的律师，他觉得达成协议才能使会计业得到最佳利益。证券交易委员会最终获得了五大会计师事务所的支持票。

幸运的是，证券交易委员会工作人员周末昼夜不停地工作终于完成了这项规则的两个版本。无论协商是怎么结束的，证券交易委员会在第二天早上可以让整个委员会看到文件了。

证券交易委员会结束了让大家接受新的独立性规则的工作，坦率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地说，虽然新规则还不够完善，但它是非常重要的。最终新规则于2000年11月15号被采纳，该规则禁止审计师从事许多服务项目，包括管理账簿、进行评估、担任经纪人和人力资源管理。但是在两个最大的问题上，证券交易委员会做了相当大的让步。新规则虽然对向审计客户提供IT咨询服务做了一些限制，但是没有限制会计师事务所提供咨询业务的业务量。例如，虽然规则限制审计师不能对客户计算机系统捕捉的财务信息做管理方面的决定，不能操作客户的IT系统，但规则允许审计师从事40%的公司内部审计业务，而且规定总资产在2亿美元以下的公司可以不受这个约束的限制。

我最为满意的是最后一项条款的内容，即要求客户公司在每年股东签署的委托书中披露审计师提供的非审计服务信息。公司每年都必须披露为非审计服务支付的费用，而且必须说出多大比例的费用是为财务信息系统的设计和应用支付的。

公司在2001年的股东签署的委托书中披露以上信息后，股东就可以自己对审计费用和咨询费用进行比较。由道琼斯通讯社进行的调查表明，构成标准普尔500指数的公司在2000年一年就向审计事务所为非审计业务支付了37亿美元，是这些公司支付的12亿美元审计费用的3倍多。例如，摩托罗拉公司支付给毕马威的审计费用是400万美元，而同时它为计算机咨询支付了3 500万美元，为其他咨询服务支付了2700万美元；通用汽车公司向德勤支付了1 700万美元的审计费用和7 900万美元的其他服务费用；斯普林特公司（Sprint）向安永支付了250万美元的审计费用，而为咨询和其他服务支付的费用高达6 400万美元。

我并不是说每个会计师事务所在独立性上都做了妥协。但是我不得不想一想，那些负责250万美元审计合同的审计师，是否都经得住首席财务官的压力去质疑账簿中可疑的数据，要知道这样有可能会危害到事务所6 400万美元的咨询业务。如果投资者考虑一下很多审计师的报酬是以他提供的非审计业务的多少来计算的这样一个事实，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会发现这种情况发生的可能性非常小。

会计业很想夸耀说是它迫使证券交易委员会做出了让步。我想其实是证券交易委员会通过了独立性规则并把会计业的弱点暴露出来，这已经为股东赢得了大部分的胜利。为了还击，会计业犯了一个巨大的公共关系上的错误。2000年夏天，证券交易委员会举行了一系列的听证会，向公众揭发审计造假和利益冲突问题，会计师给他们自己的脸上抹了黑。我知道证券交易委员会的信息已经传达到了普通的投资者，那年夏天的一天，我去看牙医，坐在椅子上我听到牙医说："你当然不能再相信那些会计师了。"

会计业的"没有确凿证据" 的理由现在显得滑稽。会计师们处在必须对安然的破产、安达信的瓦解还有施乐集团（Xerox）不置可否的情况下，为在1997~2000年期间虚报20多亿美元利润而缴纳1 000万美元罚款的事情做出解释的尴尬处境。这还只是开始。2002年中期，证券交易委员会已经开始调查包括泰科国际集团、药物制造商ImClone系统公司、Adelphia通讯公司，和长距离供货商世界电讯公司（WorldCom）在内的几十家公司存在的会计违规和内幕交易问题。

最后，在不确定的政治大环境中，证券交易委员会得到了可能的最好结果。我希望通过对独立性问题前所未有的关注，增加会计业继续掩盖问题的难度。我知道，大的会计丑闻、公司对报表的篡改和股东损失的情况不会结束，但是我从来不敢想像在安然这样的公司内部，类似的错误波及范围会如此之大。

安然的毁灭

我在3个月后离开了证券交易委员会。在我离职后的8个月，安然——一家资产为1 080亿美元的全国第七大公司倒闭了。它的审计师，安达信会计师事务所认可的会计技巧导致它的财务报表不完整，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有误导性，甚至带有欺骗性。

安然公司成立于1985年，当时是一家不起眼的原油管道公司，但是它想转型为全球性的贸易公司。它融入巨额资金疯狂扩张，但是又不想让堆积如山的债务降低它的信用级别或使股价下跌。因此，安然没有将债务在资产负债表中列支，而是找了上百的报表外合伙人。在明显存在利益冲突的情况下，安然的首席财务官主持部分合伙企业，然而竟获得了安然董事会的批准。

合伙企业在会计行话中被称为“特殊目的实体”（special purpose entities，简称SPEs），它允许公司从外面的投资者和借贷人，像退休基金和保险公司那里吸收资本，为投机活动融通资金。只要特殊目的实体占总资产的比例为3%（换句话说，特殊目的实体的借贷额不能超出其资本的97%），安然作为发起人，不在合伙企业中出资，会计准则就允许安然保持报表外合伙人的存在。财务会计准则委员会在特殊目的实体规范方面与其斗争了20年。因为强烈的商业游说，财务会计准则委员会一直无法就特殊目的实体的新标准达成一致意见。如果早些制定出标准的话，安然可能就不会倒闭了。

安然利用特殊目的实体操纵账目，虚构利润，掩盖损失，尤其是在海外科技公司的并购和投资业务的账目上。安然还利用特殊目的实体向投资者隐瞒自己的负债情况，人为地提高信用级别，而且还允许几位参与合伙企业的高层经理从中牟利。

其实只有一个根本问题，就是合伙企业的可疑的结构和暗箱操作导致了安然的破产。在四个被称为“猛禽”的合伙企业中，安然借入大量资金用于投机，然后承诺发行股票为这些贷款做保证来弥补赤字。所以合伙企业的资产价值下跌，或者它们不能偿还贷款，安然就不得不抛出自己的股票。与此同时，由于市场的全面衰落和全球经济的衰退，伴随着股市的整体下滑，安然的股票价格也在下跌。这样安然想通过发行越来越多的股票来抵补合伙企业损失的方法就让安然越陷越深。

股东们不知道安然的合伙企业实质上加大了安然设想的风险。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果任一个合伙企业倒闭了，不但股东被死死地套牢，如果安然必须发行股票来抵补合伙企业的损失的话，股东的股权也会被稀释。

当然，这确实就是事情的结果。安然不切实际的计划随着股票市场的衰退而落空。2001年第三季度，因为合伙企业的损失，安然不得不报出6.18亿美元的损失。这还只是冰山一角。3周后，安然重新发布了公司自1997年以来的净收入——虚报收入达5.86亿美元。而这之后的两周，安然宣布它必须偿还合伙企业的6.9亿美元的债务。被揭露出的这些事实削弱了投资者的信心，并引起安然股票价格大跌——从2000年秋天最高价位每股90美元，到2001年12月每股跌至不到1美元。12月2日安然提出破产申请。

安然绕开会计规则的方法值得细究。一个惊人的例子就是安然发行价值10亿美元的股票给名为"猛禽"的特殊目的实体。作为回报，安然接受了价值同样为10亿美元的短期信用借据，但是从来没有收到任何的现金。从安然董事会一个特别委员会的报告中可以看出，安然会计造假到了登峰造极的地步，若魔术师霍迪尼[①]泉下有知，也会为之自豪。安然称这10亿美元为"应收账款"，并用它们来增加资产负债表的资产。只是在账面上显示，安然的股东还以为他们的资产比实际上多了10亿美元。安达信强制安然遵守证券交易委员会禁止公司将还没有偿还的股票作为股权列在资产负债表中的规则时已经太迟了。按照这项规则安然股东权益就会减少10亿美元。

那时还有一个违反会计规则的情况，相比之下就显得不那么严重了，但是如果审计师及时采取措施矫正安然的违规操作的话，安然有可能避免这次灾难。1997年，安达信发现安然没有如实地在账簿上反映5 100万美元的亏损。然而，安达信却把这5 100万美元的亏损轻描淡写地说成是"无关紧要的"——只是安然200亿美元总收入的小幅下降。但是那一年安然的净收人或者说利润只有1.05亿美元。照这样

① 霍迪尼（Houdini，1874~1926），美国20世纪初著名的魔术师，是魔术界的传奇人物。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看来，审计师认为的无关紧要的5 100万美元几乎是安然当时利润的一半。如果安达信没有让安然像这样耍弄会计手段虚构收入，或许安然就不会心存侥幸在接下来的几年时间里犯更严重的会计错误。

独立性的丧失

除了承认在判断上存在一些小问题外，安达信的首席执行官贝拉迪诺在提交给国会的证词中，声称安达信会计师事务所没有做错任何事（安达信解雇了负责安然审计业务的合伙人，并声称该合伙人批准了少量的文件，最后这位审计合伙人承认有罪），相反，贝拉迪诺指控其客户有罪，并且说安然隐瞒了它非法将半数以上的股权捐赠给合伙企业之一LJM Swap Sub的事实。贝拉迪诺的意思是说，如果安达信从一开始知道这些的话，安达信会强制安然将合伙企业并入资产负债表。

可能安达信会这样做，但它已错失许多机会来阻止悲剧的发生。安达信没有强制安然对投资者就合伙企业做出说明，让股东承担了巨额的负债。安然董事会的一个特别委员会做的内部调查和传票文件显示，安达信在安然合伙企业的成立过程中发挥了重要作用，并为它们的会计账簿打掩护。这是任何审计师都面临的利益冲突。

另外，内部文件显示，早在2000年12月，安达信的管理人员就曾针对允许安然进行大规模的违反会计规则操作带来的风险进行了讨论。文件还显示安达信早在2001年8月就已经知道了安然的违规问题，并咨询了自己的法律顾问应该采取什么措施，但是没有让股东知道。事实上，在强制安然重新发布5年的收入净额之前，安达信有3个月的时间是支持安然的。

我想，指责安达信在独立性方面做得不好是公平的。安达信曾经担任安然的内部审计师，同时也是安然的外部独立审计师。这就是说安达信有的时候是在检查自己的工作，而不是作为中立的审计师检查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户数据的正确性。安达信因为审计服务获得2 500万美元的同时，因非审计服务获得的报酬更多——2 700万美元。根据安达信内部的备忘录，它期望安然所支付的费用最终能达到1亿美元，这样安然就能成为安达信到目前为止最大的客户。最后，这几年中也有许多安达信的员工跳槽到安然的审计与融资部门工作。安达信的审计师那时其实是在审计前老板和朋友的工作。

综合以上事实，安然/安达信审计造假案正是我一直以来努力防止却又不幸发生了的最佳例证。在这件事上，投资者的损失高达600亿美元。大约5 000名安然员工失业，而且许多人的退休收入也遭受了损失，因为他们在401（k）计划中持有的大部分是无价值的安然股票。相反的是，安然的高层主管却在安然破产前两年通过兑现股票期权得到了12亿美元。

情况很糟糕，但是投资者对审计数据丧失信心的情况更糟。对于数据信任的缺乏，在2002年上半年的股票市场中有所反映。投资者抛出IBM和通用电气以及迪士尼的股票，因为投资者认为它们的财务报表不够透明或者是董事会不够强硬。

有时候要经历危机才能让世人相信改变现状的必要性。如果说能从安然灾难看到一丝希望，那就是证券交易委员会全神贯注要解决的很多重要的公共政策问题（如监管委员会的构成，确保注册会计师为公众利益服务的办法，让财务报表更透明的方法），最终吸引了公众的视线。

原书空白

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章
警觉虚假利润：正确使用财务报表

在始于2000年3月份的市场衰落行情中，通讯行业给投资者造成的损失比任何行业的都大。在经历了18个月的扩张之后，15个高增长的通讯公司破产，导致股票市值2万亿美元的缩水以及40万人的失业。2002年初，证券交易委员会开始调查几家电信公司，因为它们被指控交换网络容量来虚抬利润，实际上却并无真正的经济价值。其中一家公司是光纤光缆环球通讯公司（Global Crossing），2001年11月该公司还声称年收入增长势头良好，首席执行官对股东说通过削减费用可以得到好的运营业绩，某些行业的高增长也能使公司获益。3个月后，它就成了美国历史上在破产公司中规模名列第4的公司。

事发前有过风险警示吗？它其实就在投资者的眼皮底下。环球通信公司向证券交易委员会申报的资料显示，从1999年起，它就开始了长达8个季度的亏损。其资产负债率从2000年9月份开始，一年之内就从24%增加到了41%。而专家认为超出15%的资产负债率就是一个危险信号。

事实是，太多的投资者对公司的基本面未予以足够重视。如果掌握查阅财务报表以及辨别常见的会计手法，投资者就可以捍卫自己的利益。这并不像投资者想像的那么困难。最好的方法是不要去注意以邮件形式发给你的经过虚饰的年度报表，相反，要直接去看公司报给证券交易委员会的10-K表（年报），因为有丰富的实质性信息。与10-Q表的不同之处在于，10-K表必须通过独立审计师的审计。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论是一项诉讼还是公司市场份额的缩减以及一项核心专利的到期，任何可能影响公司未来经营业绩的事件都必须在10-K表中予以披露。从10-K表中也可以找到公司的财务报表，本章中的内容将介绍几种分析这种报表的工具，也会解释一些公司经常用到的粉饰账户的方法。

诸如朗讯、摩托罗拉、美国在线-时代华纳、思科和世界通讯这样的蓝筹股，也都无一例外地玩过这种数字游戏。所以，投资者不能抱着投资于高素质的公司就可以避免会计诡计的态度。没有一家公司对走捷径的诱惑是免疫的。华尔街和美国公司会让投资者认为，想理解财务报表就得有会计学位。不要相信这一点！正如投资者马上就可以看到的，只要稍做努力，你就可以针对一个公司的现状独立做出判断，甚至对它未来的经营状况也能进行更高级的推测。

资产负债表

公司向证券交易委员会提交的年度报告，必须包括3个由会计师所做的文件：资产负债表、损益表、现金流量表。

首先谈一谈资产负债表。该表是公司总体财务状况的概括，有点类似于每年由家庭医生进行的体检。从资产负债表可以看出哪家公司是依靠自我积累发展的，哪家公司是靠负债进行扩张经营的。资产负债表列出了某一特定时点（通常是报告期的最后一天）的资产，诸如现金和设备等资产；负债，即债务和应付账款（公司要向其他公司支付的款项）；所有者权益，即资产和负债的差额。所有者权益包括由公司所有者（比如持有公司股份的投资者）进行的任何投资和投资所获取的利润，减去向所有者派发的红利后的剩余部分。

资产负债表下的第一个科目是流动资产。这类资产是指现金或者是能在短期（通常是一年）内变现的资产，包括短期投资、应收账款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（提供劳务和出售的产品时应收而未收的款项）以及存货（原材料或产成品以及用于销售但尚未售出的产品）。

流动资产之后是固定资产，或者是那些流动性不及流动资产的资产。这包括中长期投资、不动产、厂房和设备。按照一般公认会计准则，即《通用会计原则》的要求，这些资产中的大部分在各个会计年度必须提取折旧（如建筑、家具、设备等有形资产），或者是进行摊销（如专利、商标、版权等无形资产）。对一项资产提取折旧，也就是将该资产的成本在公司使用其获取收入的期限内分摊，以费用在报表中列支。在资产负债表中，折旧后的资产仍以其原始成本来列出，下面注明在过去已经提取的折旧总额。因为折旧也是一项费用，所以它在每年的损益表中会导致收入减少。在后面的内容中我会继续对它进行说明。

摊销类似于确认一项无形资产的使用寿命，因此每年将其成本的一部分作为费用列支。在资产负债表中，无形资产以其历史成本减去摊销部分后的余额列支。《通用会计原则》过去规定公司对无形资产进行摊销的最长期限是40年。2001年，负责制定《通用会计原则》的财务会计准则委员会，取消了关于无形资产摊销期限的规定，而改为要求公司在资产失去价值时才注销该项无形资产。

资产负债表中列在资产之后的就是公司的负债和所有者权益。公司总资产必须等于总负债和所有者权益相加的总和。

负债也分为短期负债和长期负债。短期负债，一般情况下必须在一年之内偿付，包括的科目有未偿付的供货商发票、短期票据（或短期信用借据），以及长期负债中需近期偿付的部分，未缴的所得税。长期负债是一年内不会到期的债务，包括长期债券、抵押贷款（由以上科目发生的任何利息支出归入短期负债）和租赁资产。负债及所有者权益在报表中的顺序，和企业破产或清算时它们获得偿付的先后顺序是一致的，对供货方的债务居第一位，普通股股东居最后一位。

在资产负债表中，还应留意的科目是未分配利润。这是一个公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入中未以红利形式分配给股东的部分。这并不意味着这些钱会存在银行或是能用于对股东进行分配。相反，这些收入被再投资于公司的业务，例如，扩大公司生产线或者建造新的生产设施。

以上就是资产负债表的结构。那么投资者应从中获取什么样的线索呢？想了解一家公司的经营状况，简单的方法就是检查其存货和应收账款（记住，在资产负债表中，它们是在流动资产科目中列出的）。如果它们中的任何一个比损益表中的销售量（或者是收入额）增长得快得多的话，那么麻烦可能就来了。如果存货不断增加，公司就有可能在销售方面出现了困难，不能像预测的那样完成销售量。如果需求减少，要弄清楚那是因为公司产品在市场中失去了消费者的认可，还是技术发生了变化？是有新的竞争者进入市场，还是一般的经济疲软影响到公司销售？

如果应收账款的增长速度超出了销售量的增长速度，那么公司是不是在利用打折和降低注销合同难度的方法，诱使顾客购买超出他们实际需求量的产品？这个趋势带来的一个危险的副产品被称为"塞货"现象。当公司大量地向批发商和分销商推销产品时，这些购买者常常延长付款期限，从而导致应收账款增加。应收账款的增加还可能是公司信贷政策变化的信号。为了扩张已经疲软的销售，公司会降低其要求的信用标准，例如，接受为期90天而不是60天的还款期限。

减低存货的账面价值时，投资者应该问一下根源何在，是不是公司高估了销售额？这是不是代表了暗淡的销售前景以及不得力的定货管理和产品质量控制？正常情况下，收入和利润的暂时下降在《通用会计原则》下并不导致资产账面价值的减少。引起账面价值减少的典型原因，是产品销售价值长期或永久性的减少。减少资产的账面价值说明公司不再期望弥补存货成本的可能性出现。公司在财务报表管理层讨论与分析的重要部分中，必须对这些变化趋势以及这些变化对公司未来营运的影响做出解释。

资产账面价值的减少不只是像分析师和公司经理说的那样——是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以前的历史事件，理解这一点至关重要。资产账面价值的减少可能反映了企业在商业策略、产品开发或市场渠道等方面存在问题。更重要的一点，它还可能是预示未来公司股票价值下跌的信号。

有些公司将存货当做是无价值的产品而予以注销，但是却并不处置这些存货。为什么公司会愿意花费成本在仓库中储存这些它已经宣布为无价值的产品？一个原因是公司还想利用它，要么用于销售，要么用于再加工。以后需要在“销售成本”科目中以费用列支的该部分产品的成本就更低或者是零，未来的收入也就比实际上看起来多一些。我们很快就可以看到，像思科这样的公司也用这种可疑的操作虚构收入和利润。

当分析师说一家公司的资产负债表“稳健”时，一般是指负债水平。从公司本身来讲，负债并不是一件坏事，但是如果一家公司不能获得足够的收入来偿还债务的话，就会陷入困境。近年来那么多通信公司经营失败的原因，就在于20世纪90年代末，这些公司为建造光纤网络设施借入了巨额债务。随着科技泡沫的破灭，对网络设施的需求减少，通信公司空有数万里的网络，却只有极少的付费客户，在通信公司设备供货商的仓库里堆积的存货也就变得毫无价值，当通信公司和设备供货商不能如期归还借款利息的时候，破产就不可避免。另一方面，在飞速发展的20世纪90年代，只有负债水平较低的公司才可以经受经济低迷的冲击。

衡量负债水平的一个办法就是看长期负债和公司总资产的比率。计算方法如下：在资产负债表中，找出长期负债的总额（记住，长期负债是不需要在一年之内偿还的负债），除以资产总额（公司投资的所有股权和负债的总和）。如果这个比率高于20%，就属于高负债。

如果觉得这个资产负债比率比较复杂，还有一个比较简单的方法来评估资产负债表。你可以比较现金额（资产下的一个科目）和负债额（负债下的一个科目）。安然的资产负债表是很有启发的。2000年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

末，其现金额为14亿美元，而负债额为102亿美元。二者间这么大的缺口强烈地表明公司业务出现问题。

损益表

损益表，有时也被称为利润表或者运营表，是对公司一季度或一年的业务活动的总结。资产负债表衡量公司总体经营状况，损益表衡量公司的经营业绩。损益表有两个主要部分：收入（流入或约定流入的资金）和费用（流出或约定流出的资金）。

企业销售产品或提供服务时收到的资金被称为收入。这是大部分损益表中的第一个科目，也是众多分析师认为最重要的一个科目。在因特网繁荣时期，收入增长代替了利润的增长，成为股票市场价值的决定因素，因为投资者认为收入状况显示了公司是否稳定地打下了客户基础，是否具有获得更大的市场份额的能力。收入很重要，但是仅仅注意这个位于第一行的数据也是错误的。投资者需要看收入的质量和公司整体的损益表来衡量公司的总体业绩。

在《通用会计原则》下收入确认有严格的规定。例如，如果销售者必须在未来向购买者提供相当数量的服务，则收入不能在当期予以确认。在20世纪90年代股市行情看涨的时候，许多公司都违反了收入确认规则，而且后来违反这一规则的公司更多。

损益表中的下一个科目是产品销售成本，或者是为存货中已销售出去的那一部分支付的成本。自然地，服务型公司没有此类费用。损益表中也列支运营费用，如销售费用、一般费用和行政费用，这一重要费用类别是用来衡量与企业运营有关的管理成本控制情况的。销售费用包括销售人员工资、差旅费、广告费用和摊销费用。

行政费用包括办公室工作人员的工资、设备、保险、办公设备折旧等诸如此类的费用。还有一类需要注意的费用是研发成本。通过计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算研发费用占收入的百分比，可以对同一个行业中各公司的研发费用进行比较。如果比例不正常地高或低，说明公司可能没有合理地进行研发投入。如果比例不断地下降，说明公司在缩减研发费用来增加收入。还有很重要的一点，就是要注意公司收入中多大份额的收入是由研发渠道开发的新产品带来的，这是衡量研发管理活动好坏和管理层对顾客需求是否具有洞察力的好办法。

损益表中列支的还有停业企业的损益和特别损益。特别损益必须是与企业的正常活动无关而且是一次性的非常事件。火灾引发的损失或者加利福尼亚的公司由于地震引起的损失是不能算做特别事件的。若排除特别损益，可以将企业不同年度的损益表进行比较，损益表中有时还会出现“重组成本”或者类似名称的科目。然而我们一定要小心，在最近十几年中，公司把实际上不是异常的也不是一次性的事件当成特别事件列在特别损益中。

如果一家公司发现自己一个分支机构的销售额下降、利润减少，它可能决定通过辞退员工、降低存货水平和停产的方式对这一分支机构进行调整。许多与规模缩减相关的成本被称为重组费用，也在损益表中列支。这个费用包括公司要向工人支付的遣散费、工厂设备的折旧，以及其他诸如停止租用不再需要的设备所发生的成本等。重组意味着商业活动潜在的经济环境变化了（研发没能成功地重振生产，由于新竞争对手市场份额的增加而使自己收入减少），也可能是公司前景出现问题的危险信号。

损益表中列出的还有因表中收入与费用而产生的税费。记住，这个数据仅供会计核算，和企业实际缴纳的税款有差异，它可能涵盖不同的经营期并包括没有在损益表中列出的收入和费用。公司应向政府缴纳的实际税款，遵循的是美国国家税务局（Internal Revenue Service，简称IRS）提出的复杂规则。损益表中列出的收入应纳所得税和公司目前应向美国国家税务局缴纳的所得税之间的差额被称为递延税款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损益表的最后还有两个重要数据。第一个是净收入，也称为账本底线。这是公司用收入减去所有费用后的利润，是根据《通用会计原则》计算的，和所谓的备考纯利（pro forma earnings）或运营收入不同，后者是包括很多非现金支出（如折旧费用和摊销费用）以及大项费用（如重组成本）在内的数据。公司会用一些荒唐的手段增加备考纯利，有些甚至将营销费用也包括在内。

《通用会计原则》可能并不完美，但是至少它强制公司遵循一致的规则以便对不同企业的报表进行比较。在财务会计准则委员会没能为公司的核心业务和连续性收入制定更好的规则之前，净收入还是比备考纯利更可靠一些。如果每家公司自行决定备考纯利包括什么或不包括什么，那么结果就是前任证券交易委员会首席会计师里恩·特纳所说的EBBS（everything but the bad stuff，没有包含对公司未来可能产生不利影响的因素）的数据。

损益表的最后一个数据是每股收益（earnings per share，简称EPS）。这个数据告诉投资者公司公开发行股票的每股收益有多少。对这个数据也要小心。更可靠地衡量公司经营状况的工具是经过充分稀释的每股收益数据，而不是基本的每股收益数据（也就是投资者第一眼看到的每股收益）。经过充分稀释的每股收益数据，是将公司已经给予经理人员但还没有兑现的股票期权的成本计算在内后得出的数据。它还应将能够转换为普通股票的债券、优先股、认股权证也考虑在内，这些都能引起基本的每股收益明显下降。

一个有用的用来衡量企业经营状况的数据是资产收益率（return on assets，简称ROA），它将资产负债表和损益表结合起来。我们用在损益表中的净收入除以资产负债表中的总资产就得出资产收益率。资产收益率越高，运用资本提高收益的状况就越好。一般情况下，经营状况正常的公司，资产收益率至少为5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流量表

要想真正了解一家公司收入的质量，投资者还需要分析现金流量表，这是公司财务报告中的最后一份报表。正如它的名称所表示的，这个报表反映的是现金实际流入和流出公司的状况。记住，资产负债表反映的是公司在会计年度末或最近一季度末资产、负债和所有者权益的状况；损益表反映的是资产负债表各科目的变化情况，包括公司应收但实际上还没收到的资金。相比之下，现金流量表的不同之处在于它反映的是公司经营中实际产生的现金以及从投资者和借贷者那里实际融入的资金，它还反映了公司在会计年度期初和期末之间利用这些现金进行投资的情况。简而言之，现金流量反映了现金的来源和现金的用途。

现金流量表由三个部分组成。首先，投资者看到的是“经营活动中产生的现金”。这是从公司销售产品和提供服务的活动中得到的现金，以及在这个过程中支出的现金，也包括利息和缴纳的税款。回忆一下，会计规则允许公司在损益表中列出还没有实际收到款项的收入，但是，现金流量表不允许这样做，它只列出实际已经收到的现金。

投资者可能会在经营活动产生的现金这一部分看到负的现金流量。从表面上看可能是个坏的信号，但它并不总是反映企业销售活动恶化的信号。在企业创立初期，发展速度快，经营对现金的消耗多而收回的现金少，就会出现负的现金流量。这个负的现金流量就是企业抵补贷款的现金额或发行股票后现金的短缺额。有时候经营活动中负的现金流量也确实表明公司陷入了困境，尤其是如果公司正在处置资产，出售公司的一部分，这说明它不能说服投资者购买它的股票，从银行也贷不到款。

现金流量表上第二部分是“投资活动中产生的现金”。这一部分反映公司运用盈余现金的状况——要么是投资于其他公司，要么是扩张自己的业务。如果公司在20世纪90年代疯狂的投资狂潮中也和数以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

千计的其他人一样投资于股票市场，那么从这一部分就能看出公司从销售股票中得到的现金，以及为购买股票支出的现金。不过买卖股票的损益是在现金流量表的经营活动部分反映的。现金流量表的投资活动部分反映的是资产长期的投资情况，像买入（或售出）生产线和生产设备，建立新的零售商店等等。最后，如果公司向经理人员提供借贷并允许他们投资于股票，这部分借贷也在这里列出。

现金流量表上第三部分是"融资活动中产生的现金"，包括一家公司买入或售出公司持有的股票时现金的流动情况。发行新的证券或者是从银行贷款，在这里就表现为现金的增加；支付红利或偿还债务，在这里表现为现金的减少。通常情况下，成立初期的公司销售量少，往往比处于成熟期的公司有更多的融资活动，因为它们必须以某种方式得到运营所需的现金。

这就是现金流量表的概况。如果投资者回头看一下资产负债表列出的公司所有的现金额（在流动资产科目下），这个数据就是现金流量表中最后的现金余额。

要想从现金流量表中找出线索，有时候就需要将现金流量表和损益表结合起来，而且也有必要对多个时期的这两个报表进行比较分析。例如，如果损益表中的净收入增加，但是从经营活动中收到的实际现金额却比以前低，这说明有坏账发生或者是存货积压，下期的收入就有可能减少。

要想知道一家公司是否在玩数字游戏，可以比较净收入的增长率和经营活动中现金的增长率。如果净收入以10%的增长率增长，而经营活动中现金的增长率只有1%，同时，之前两个数据增长速度相似，那么说明可能净收入增长率实际上并没有那么高。或者投资者可以将损益表中的净收入除以经营活动中总的现金流量，这个比值越接近1，说明收入的质量越高。

虽然操纵现金流量表比操纵损益表要难得多，但是现金流量也可能受到人为因素的影响。利用股票期权增加税收优惠的幅度，就是公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司用来增加现金流量的一个方法。员工兑现某种股票期权时，授予价格与兑现价格的差额可以从纳税申报单中扣除，这样就能减少公司的纳税额。通过股票的形式向员工支付报酬，等于是公司给了员工一些具有重要价值的东西——不花费一美分来享受股票增值的权利。但是99%的公司选择不在损益表中列出与此相关的费用。对美国国家税务局来说这没什么影响。在员工兑现股票期权的时候，公司为了得到税收优惠照样可以扣除这些“费用”。因为美国国家税务局的退税增加了企业经营活动中的现金流量，但是股票期权的合理价值却没在损益表中反映出来。听起来带有欺骗性，但却是相当合法的。如果投资者想更真实地了解经营活动中的现金流量，那么就要从中扣除股票期权给企业带来的税负减免部分。

安然的现金流量表值得仔细研究。2000年，安然的现金流量表中显示由经营活动带来的现金流量有48亿美元。但是仔细查看安然资产负债表和资产负债表的附注3C，投资者会发现，其中的55亿美元是安然在发生全国性的能源危机时，为了防止它在加利福尼亚的客户取消定单而要求该客户缴纳的保证金。所以安然真正的经营活动中的现金流量是负7亿美元。现金流量表中安然还列出了过去一次性资产销售得到的现金18亿美元。没有这18亿，安然的现金流量可能是负25亿美元。考虑一下安然总的销售额是1 010亿美元，现金流量为负25亿美元，这说明企业运营有着严重的问题。

不要忽略附注

了解了资产负债表、损益表和现金流量表之后，投资者还需要分析附注。附注是重要的，因为投资者能从中得到额外的重要信息，而且有时它们会给人留下与公司在财务报表中描述的乐观景象完全不同的印象。所以很多公司都希望投资者不要看附注。然而投资者有足够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的理由对它们进行深入的研究。附注能揭示出数据背后隐藏的情况，也包含着很多可能影响到公司前景的风险和不确定的有价值的信息。

例如，安然不为世人所知的账外技巧就表现在附注中。为了保持高信用级别，安然将巨额的债务不在资产负债表中反映，而是记入所谓的特殊目的实体。安然没有将这些特殊目的实体的财务细节在财务报表中予以反映，而只是在附注中给予了说明。

例如，安然在2000年10-K表有关“优先股”的附注中说，安然不得不发行股票给关联方Whitewing Associates公司。而通常关联方是由公司自己的经理人员管理的。公司介入合伙公司的交易这样一个起码的事实，可能就是一个值得投资者警戒的信号。附注更进一步地说此次股票发行会触发安然股票价格跌至48.55美元。虽然附注不是很明白无误，但是它可以引人思考。首先，安然为什么必须发行股票？Whitewing Associates公司的经营目的到底是什么？安然的负债有多少？如果安然的股东要承担这些风险，为什么合作伙伴要在账外记录？像这样的合作伙伴安然还有多少？这些问题的答案本来可以揭示出安然公司存在的大量问题。

附注开始的时候一般都是解释公司采取的会计政策，像收入确认的时间和方式等。附注中公司向投资者说明给予经理和员工的股票期权数量，和股票期权在损益表中作为费用列支时对于每股收益的影响。因为许多公司都大量向经理人和员工提供股票期权，所以这些都是重要的数据。这样做的结果就等于公司放弃在公开市场上抛出这些股票可能得到的收入，而且当这些股票期权兑现的时候，现有股东所持有的股票价值就会减少。

附注还向投资者提供有关公司经营性租赁的重要细节，经营性租赁就是公司对其所占用的建筑物每月支付一定的费用，但是合同期满后公司没有购买权。会计规则规定经营性租赁不是公司的资产，因此不能在资产负债表中予以反映。然而，租赁却经常是投资者应该知道的公司的主要负债，尤其是在公司经营零售连锁店而且为了打开销路

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会有上百的经营性租赁项目的情况下。

航空公司总是使用经营性租赁来获得飞机的使用权，但是月租金却不在资产负债表中列出。1998年摩根士丹利的报告显示，因为大量使用经营性租赁，42%的美国航空公司飞机的价值没有在资产负债表中反映出来。

公司养老金账户的资产和负债状况也不在资产负债表中反映，但是投资者可以在附注中了解有关它的细节问题。在不景气的时候，养老金账户资金来源不足就会引起净收入的下降。反之亦然，经济发展势头好的时候，养老金账户是净收入的重要贡献者。纽约对冲基金Maverick Capital的会计分析师简·阿达姆，专门分析附注，她发现2000年标准普尔500指数成分股中30%的公司都利用过度融资的养老金计划来虚增净收入。平均下来，它们的税前收入增加了12%。这样做是合法的，但是公司的核心业务在公司净收入中的贡献有多少就无法看出来了。

附注中使用的字体极小，看起来让人恼火，其实有时候公司是故意这样做的。有些公司的经理人员利用附注来逃避未能按规定披露重要信息的法律责任，有些公司如安然那样利用附注来隐瞒违规的会计操作，为的是不引起股市的注意。投资者应该警惕有时候故意显得混乱模糊的附注，而且要避免购入那些想要隐瞒肮脏细节的公司发行的股票。如果附注显得令人迷惑不解，那必定是有原因的。

证券交易委员会要求公司在财务报表，尤其是在附注中，使用通俗易懂的语言，这对加强公司信息披露的透明度有很大的帮助。现在，公司只需将招股说明书（招股说明书是公司在公开发行股票之前必须向证券交易委员会提交的文件）中的某些部分翻译成通俗易懂的语言。如果在附注和其他的信息披露中都使用通俗易懂的语言，那么各层次的投资者就都可以看懂公司各种法律术语的含义了。证券交易委员会用了3年的时间才让公司在招股说明书中采用通俗易懂的语言，这需要一定的时间。这是证券交易委员会采取的维护投资者利益的步骤之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一，是对投资者的最大贡献之一，同时也是为了防止以后类似安然事件的发生。

现在到了有趣的部分。这里是公司经常使用的用来歪曲和隐瞒真实业绩的技巧，以及在财务报表中隐瞒事实的手段。

备考纯利的假象　两家公司合并的时候，经常发布“备考的”或“大概的”财务报表，以便让投资者对合并后公司实体的财务数据有一个大致的了解，就像它从来就是作为一个实体来经营的一样。但是在20世纪90年代，公司开始利用备考概念来文过饰非，掩盖了按照《通用会计原则》核算收人很少或几乎没有的事实。高科技公司发现了发布备考纯利预告的谋略，即有选择地排除使收入减少的费用。其他行业的很多公司后来也采纳了这个办法。因为备考纯利公告中遗漏的不是按照《通用会计原则》计算的，没有什么规则规定在进行备考纯利计算的时候应该包括什么、排除什么。在发布备考纯利预告几周后，也就是投资者的注意力已经从公司财务报告上移开的时候，公司再制作一份完全按照《通用会计原则》计算的数据上交给证券交易委员会。这些档案必须将所有备考纯利的不良费用和支出填补进去。证券交易委员会对新闻发布没有管理权限（除非存在明显重大的欺骗状况），但是最近几个月，证券交易委员会制裁了几家发布备考纯利数据的公司，因为这些公司发布的备考纯利完全造假，在后来报送给证券交易委员会的文件中，其数字与《通用会计原则》所规定的大相径庭。事实证明证券交易委员会这样做是完全正确的。

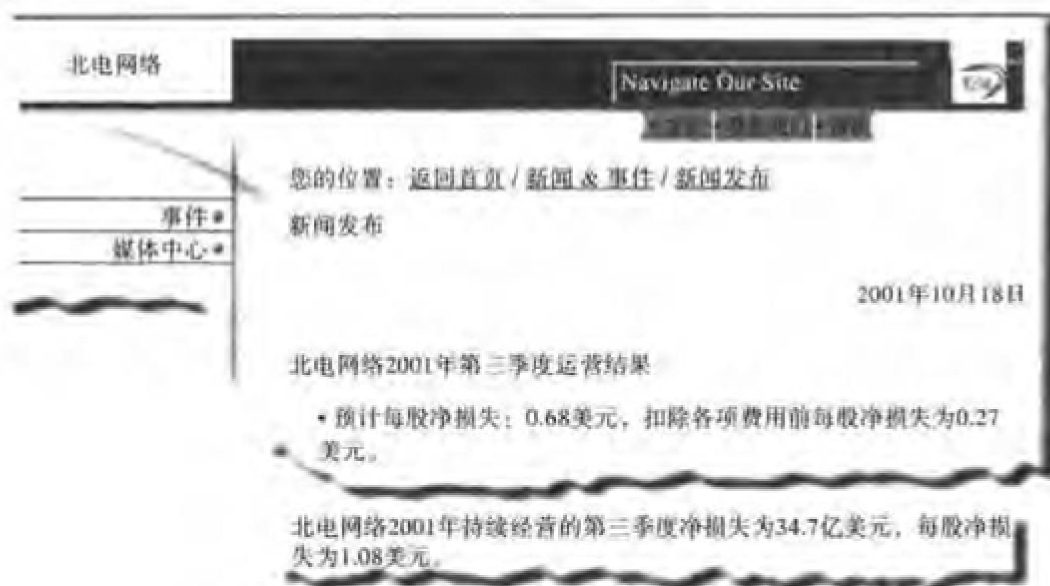
公司能够提高备考纯利的原因是没有相应的规则对此予以管制。为了让备考纯利看起来比实际上更有利可图，有些公司将重组成本、折旧、摊销和利息都扣除——理由就是这样的成本是“非经常性的”或者和公司的核心业务没什么关系。

亚马逊网站（Amazon.com）就是一家喜欢用备考纯利来文饰亏损的公司。例如，2001年第一季度，亚马逊报告中的备考“运营收人”科目的亏损只有4 900万美元。如果按照《通用会计原则》，亚马逊实际亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损为2.34亿美元。为什么有这么大的差额？因为备考纯利排除了像2 400万美元的利息支出和1.14亿美元的重组成本等。值得欣慰的是，亚马逊至少在最后通告的时候公布了按照《通用会计原则》计算的数据。

从2001年第三季度北电网络公司的收入通告中，可以看出备考纯利的假象到了多么荒唐的地步。该公司的通告包含了3个收入数据：按照《通用会计原则》计算的每股1.08美元的亏损；减去以前的某些购并成本和重组支出后，每股0.68美元的亏损；减去购并成本、重组支出以及注销的19亿美元的存货后，每股0.27美元的亏损。



北电网络发布的新闻中给出了三个不同的每股净损失的数据

2002年1月，证券交易委员会的出击打击了特朗普旅馆和赌场公司〔Trump Hotels & Casino Resorts，由开发者唐纳德·特朗普（Donald Trump）管理〕备考纯利案。该案显示了公司为了让投资者将注意力集中在备考纯利上而滥用会计规则到了什么程度。

1999年10月，特朗普旅馆和赌场公司发布新闻稿说第三季度备考纯利为1 400万美元，并说集团公司的运营结果已经超出了分析师的预期。新闻稿清楚地表明备考纯利扣除了以前关闭亚特兰大一家旅店和赌城时发生的8 100万美元的一次性支出。但是新闻稿没有说备考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纯利还包括了以前的1 700万美元的一次性收益，这1 700万美元是其购并的一家饭店所添置灯具设备和其他设施的合理的市场价值。

这期间发生了什么？事实是：特朗普旅馆和赌场公司在备考纯利中刻意放入美化利润的一次性事件的数字，同时有选择地排除了使利润大幅下降的巨额数字。幸运的是，证券交易委员会对这种做法的态度是“休想”。

通过对各种数据的筛选，该公司让投资者误以为1999年第三季度的收入状况比前期好。这个令人误解的新闻稿导致投资者错误地做出结论，认为收入状况好的结果是因为该公司管理层能够进行成本控制并改善了业绩。确实，该公司的股票价格在备考纯利公告发布当天上涨了8%。但是当分析师指出了未加任何渲染的实情——该季度的净收入只有300万美元而且收入增长趋势是下降而不是上升，股票价格就下跌了6%。

该公司接受了停止并终止这种做法的命令（这是象征性的惩罚），但不承认有不正当的行为。证券交易委员会没有对其施以任何形式的罚金，但这件事传达的信息是明确的：备考纯利的欺骗再也不会被容忍了。

下一次投资者看到公司吹捧备考纯利时，就要问一问：公司隐瞒了什么？为什么不按照《通用会计原则》编制报表？投资者要确保知道数据计算时的假设前提，并且要知道数据背后隐藏的情况。要从头至尾地阅读新闻稿，不要只看开头就做出结论。如果公司不同时发布按照《通用会计原则》调整后的数据，一定要警惕。在备考纯利预告6个星期后，公司将把按照《通用会计原则》计算的数据提交给证券交易委员会，这样做就表明公司一定有什么不希望投资者注意到的严重问题。

大笔冲销埋祸根　当公司通过出售不能盈利的分支机构、辞退员工或关闭生产设施等方式重组时，经常会发生包括重组成本在内的一次性支出。如果管理层将重组支出看做是提高效率和恢复盈利的最后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法，并且只是注销与重组直接有关的成本，这本身没什么不对。但是有些公司将重组支出当成了一个公墓——在里面埋葬了日常发生的所有费用。这样做的结果就是美化公司的收入。仅仅在2001年一年的时间里，上市公司注销的“非常支出”就达1 650亿美元，比前5年注销的总和还要多。

公司甚至还像例行公事那样用重组支出（有时也称为临时的、特殊的或一次性支出）来增加成本，尽管这样会让亏损看起来更严重。公司为什么要这样做？因为经理人员和分析师可以让投资者相信大规模的一次性亏损无关紧要。大部分分析师会告诉投资者说重组支出全都是过去的，对公司的前景不会有什么影响。对于公司来讲，这种重组支出的诱人之处在于可以利用它将能预计到的几年后的支出一次性提前扣除。这样公司就可以增加以后的收入，因为以后不需再扣除与带来收入的生产活动相关的费用，如在核算销售计算机设备的收入时，就可以不扣除生产这些设备相关的费用。

投资者不应该忽略这类大笔冲销似的重组支出。原证券交易委员会首席会计师特纳警告投资者，要寻找注销的深层原因，这或许就是卖出股票的信号。拿通信设备制造商朗讯公司来说。该公司在境况不佳的2000年末宣布说下一年将是“重组的一年”，在一年的时间内，公司将通过削减成本和撤销某些生产线的方式进行重组。

几周后，也就是2001年初朗讯公司宣布说会有12亿~16亿美元的一次性重组支出。到了2001年4月，当朗讯公司宣布刚刚结束的第二季度的运营结果时，在短短3个月里，注销的非常性支出就达到了27亿美元。单单是支出的迅速增长就应该引起投资者的警惕，朗讯公司是在想尽一切办法增加注销额来故意降低账面资产。朗讯公司在宣布备考纯利的新闻稿的公告中表示投资者无须担心。公司第二季度亏损12.6亿美元，相比前一季度13亿美元的亏损略有起色。但是如果将一次性支出算在内并将结果按照《通用会计原则》重新计算的话，实际亏损有33.8亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即便是对朗讯公司提交证券交易委员会的季度报告做泛泛的查阅，也能发现27亿美元的支出并不是一般事件，而是严重的问题。管理层设计出过分不切实际的销售和盈利方案，并雇用太多的人在非盈利部门工作，使利润（销售收入减去与销售相关的成本后的余额）急剧下滑，而且丧失了客户基础。一句话，这表明朗讯公司的管理团队距离实现目标还要走一大段的路。

相当肯定的是，这样一大笔冲销开始列出后，就是投资者该卖出股票的信号：到2001年9月30日，朗讯公司会计年度结束时，重组支出和其他成本又增加了87亿美元，会计年度内总共达到了114亿美元。这一大笔冲销意味着公司的资产负债表被进行了彻底的清洗。看到朗讯公司的问题却未能及时抛出股票的投资者，会眼睁睁地看着朗讯股票价格从1999年末每股75美元的最高价位跌至2001年秋天的每股5美元。

饼干罐和塞货　希望季度销售额比实际上显得更多的公司能利用很多会计方法欺骗投资者。其中两种最常用的方式是“饼干罐储备”和“塞货”。前者是公司故意过高估计诸如贷款损失、担保费用和销售退回这些科目未来时期的负债水平。这样做公司就可以在形势好的时候在饼干罐中储备资金，并在不景气的时候予以利用。正如在本章前面提到的，塞货是指公司将产品运送至像零售商和批发商这样的客户处，把它们的货架填得满满的，通常超出它们平常的存货水平。这种做法一般伴随有公司提供的折扣、低于市场平均水平的融资和其他能让客户提前进货的优惠条件。虽然这种紧急销售将造成以后季度的产品紧缺，但是这样做有助于美化不景气时的季度收人，管理层就能吹嘘说业绩达到了分析师的预期。

2001年5月，证券交易委员会指出Sunbeam公司使用这两种方法欺骗了市场和投资者，让他们以为公司业绩比实际要好。Sunbeam原主席兼首席执行官阿尔贝特·J·邓拉普（被称为整合专家，由于其强硬削减开支和大力裁员，让他获得了“链锯阿尔”的称号），1996年被Sunbeam董事会聘请对处于困境中的公司进行重组，重组的目的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首页 | 方案和产品 | 顾客支持 | 贝尔实验室 | 关于朗讯 | 术语表 | 联系我们 | 注册登录

搜索 (Go)
高级搜索

朗讯科技
贝尔实验室

Press room

- 新闻稿
- 2000年12月
- 新闻摘要
- 联系方式

朗讯科技运营结果和财务评论报告

2000年12月21日，星期四发布

将要通过重新设计内部系统，进行商业项目重构，目的是为了公司长期的持续增长，这会发生10亿美元的成本支出。

10-K表

[x]依据1934年证券交易法13或15（d）部分制作的截至2001年9月30日的会计年度的年终报表

或

依据1934年证券交易法13或15（d）部分制作的过渡期报表

过渡期从______到______

委员会文件编号：001-11639

朗讯科技公司

（注册全名在章程中有详细说明）

朗讯重组项目第一期在2001年第二财务季度有大约27亿美元的费用支出，第三季度有6.84亿美元的费用支出。

与朗讯重组项目第二期相关的商业重组费用在2001年会计年度的第四季度大约为80亿美元。

朗讯在2000年12月21日发布公告说将会有大约10亿美元的重组费用支出，但是它的年度报表中却显示了114亿美元的"一次性"费用支出。

是要让Oster、Sunbeam、Mr.Coffee和First Alert（Sunbeam的下属公司——译者注）成为家用器具生产商。作为一个所谓的整合专家，邓拉普开始着手公司的重组工作，并向股东承诺短期内就会有成效。1996年Sunbeam财务报告中列支了大量的重组支出和损失之后（这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的损失邓拉普归咎于前任管理层），1997年公司报告税前收入为1.86亿美元。但是据证券交易委员会判断，Sunbeam取得的这个成绩是由于利用了1996年的饼干罐储备，并诱使批发商买入超出它们实际需要的货物。

依其所述，Sunbeam还使用了被称为“销售并持有”①的把戏，意思是将烧烤工具或其他产品销售额算做公司收入的同时，又把这些产品保存在自己的仓库里，因为客户不需要或者是不想要。在《通用会计原则》下，确认销售收入是以顾客取得货物的所有权并要求提取货物为前提的。1.86亿美元的收入中，据证券交易委员会判断，其中的6 000万美元是利用会计欺骗手段得来的。

因为Sunbeam在计算1997年的数据时是将未来的收入挪做今用，所以它在计算1998年的数据时就变得更绝望，并被迫重复以前的手法。这一次，Sunbeam用的方法是取消公司的批发商大量退货的记录，在账簿上只有销售记录而没有退货记录。在有新闻报道对Sunbeam的收入质量提出质疑后，Sunbeam董事会进行了内部调查，结果是辞退了邓拉普和其下属的高级管理人员，重新编制了6个季度的报表，重新编制的报表显示股东的损失高达12亿美元。随后，新光公司提起破产申请，股票在纽约证券交易所停止交易。证券交易委员会以欺诈为由对邓拉普以及其他4位高级管理人员，和安达信的一位审计合伙人提起诉讼，但他们都对指控表示否认。公司含含糊糊地承认违反了证券法并以此完结了指控。

注销和转回存货　当公司库存的设备或者其他产品卖不出去，而其价值又下跌至低于市场价值的时候，按照会计规则的要求，公司应该在资产负债表中注销这些资产或者是以减少后的价值来记账。在经

① 销售并持有（bill and hold），即以大幅度的折扣为交易条件，诱使客户购买自己按正常的商业程序并不需要的商品，目的是想得到折扣。然后这些商品在客户提货之前就保存在销售者自己或第三方的仓库里。销售者这样做的目的是要加速当期的销售，这是从未来借入收入和利润的典型做法。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营管理水平高的公司，注销额应该是很小的；如果经理人员对供货状况、存货水平和新产品开发的时机管理妥善的话，注销情况就很少出现。但是在2001年，电信公司和因特网设备公司注销了大量的设备，因为它们对销售前景的预测过于乐观。思科公司2001年4月进行的大规模注销让投资者感到震惊。

思科是网络时代的代表，它供应大部分的公司网络和因特网通信路由器。它的股票在2000年中期市值是5 600亿美元。然而，随着网络泡沫的破灭，公司产品的需求量急剧减少，已经生产出的设备再也没人购买而在仓库里堆积如山。让事态发展更糟糕的是，思科采用的是“take-or-pay”（国际合约规范里的“照付不议”条款）的供货合同，按照合同规定，公司必须从供货商那里购买特定数量的产品。直到2001年1月公布季度报告的时候，思科才对这一义务的存在进行了披露。

正如思科的预测，公司已经没有了对某些产品的需求，但公司还必须得为这些产品付款。2001年4月，思科宣布它将会注销价值22亿美元的存货。而在这一会计年度结束的时候（2001年7月28日），注销额已经增加至28亿美元。

思科非但没有对这些存货做清算，反而继续将其保存在仓库里，并否认有在下一季度使用和销售这些存货的打算。在备考纯利的通告里，思科隐瞒了22亿美元的存货支出。根据《通用会计原则》计算，思科有27亿美元的亏损，但是思科宣布它的备考纯利为2.3亿美元。分析师也从预期收入中扣除注销额，以和思科保持一致，他们宣称注销的存货是历史的，说明不了思科的收入前景。

但是思科的存货堆积并不只是账面上的失策，思科已经进行了实款支付，事实已证明这是不明智的。对这个错误只是进行账面上的操作处理，说明思科的管理人员没有办法对供求之间的巨大差额做出合理的解释，这也是他们工作的症结所在，他们对股东的财富损失也轻描淡写地一带而过。在未来的几年，和2001年的特大亏损相比，思科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有可能报出可观得多的利润。如果公司最后还能使用和销售已被注销的设备，利润可以显得更可观，因为要抵补的与这些销售相关的费用将会大大减少。

思科注销风波后的8个月，公司于2002年第一季度的损益告（该季度在2001年10月27日结束）披露了思科保留那些已被注销的存货的目的：思科在生产和研究过程中销售和使用了已被注销的价值2.9亿美元的"额外存货"。思科也承认它高估的终止"照付不议"合同的成本比实多出了1.87亿美元，误差达39%。事实是，如果没有这些已注销存货的话，思科2001年10亿美元的净损失和2002年第一季度的2.68亿美元的净损失会更多。

思科系统公司
汇总财务报表注解
（未经审计）

存货准备
2001会计年度第三季度，本公司发生了额外存货支出22亿美元。这部分额外存货支出在随后的第四季度有所减少，这主要是因为履行购买合同时由于成本的降低而获取了1.87美元的利润。2002财政年度第一季度，这部分额外支出更进一步地减少，这主要是由于存货被用于生产对外销售和内部研发用途的产品的生产活动带来的2.9亿美元的利润。

这是思科财务报表中的一条注解，用于解释该公司使用已被注销的存货进行销售或再生产以及错误地估计终止某些合同的成本。

向卖方融资　为了刺激销售，有时候公司会向客户提供用于购买本公司产品的资金。这种操作被称为卖方融资，是通信行业的公司喜欢使用的营销方法。问题是截至2000年末，通信业已经提供了大约价值150亿美元的卖方融资，结果造成了需要花费一年的时间来清理的产品过剩。卖方融资让通信业的销售状况暂时显得乐观喜人，但是回过头来说，当客户不能偿还借款又不能购买更多设备的时候，公司面临的问题就多了。

摩托罗拉提供了证明使用卖方融资欲速则不达的最佳例子。2000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年2月，摩托罗拉宣布向土耳其无线电运输公司Telsim销售了价值15亿美元的设备，但是投资者等了一年才在2001年3月30日摩托罗拉的股东委托书中看到摩托罗拉为购买摩托罗拉无线电设备的客户提供了28亿美元的卖方融资。其中提供给Telsim的卖方信贷就达17亿美元，这是一个相当大的数目，如果某个客户不能偿还债务，股东就要承担很大的风险。

6周后，在证券交易委员会存档的季度报表中，摩托罗拉披露Telsim的债务实际还要再多出20亿美元，所谓的应收款项或客户贷款总共为29亿美元。在那个时候，投资者也得知，这20亿美元中，7.28亿美元早已到期。而且，摩托罗拉的报表给人留下强烈印象的一点是，摩托罗拉有足够的抵押品来防范Telsim不能在30天内如期偿还债务的风险。例如，为了防止Telsim不履行还款义务，摩托罗拉掌握了Telsim 66%的股票作为抵押品。

在摩托罗拉2001年7月发布的随后一季度的报表中，股东发现了一些令人担忧的信息：Telsim不能履行20亿美元贷款的偿还义务。而按照贷款合同有关条款的规定，逾期不能履行部分到期贷款的偿还义务，就等于不能履行全部贷款的偿还义务。当摩托罗拉通知Telsim它已经违约并要用抵押品收回借款时，这个土耳其的运输公司竟在土耳其股市发行更多的股票，将摩托罗拉持有的用以做抵押的Telsim股票比例从66%稀释为22%。这样，摩托罗拉几乎没有什么追索权，只能将贷款注销。

随后的一季度，摩托罗拉公司注销了与收入相关的13亿美元的费用。Telsim的其他5.3亿美元的贷款还在账面上，但是摩托罗拉也会将其注销。

对卖方融资的风险持警醒态度的投资者，可能会从摩托罗拉的财务报表中发现蛛丝马迹。第一条线索就在摩托罗拉2001年3月股东委托书的53页（总共是104页）。中间提到“土耳其一客户”的借款在总额为28亿美元的长期应收款中占17亿美元。在接下来的三个季度报告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及10-Q表中，摩托罗拉极度吝啬地一点一点地披露关于Telsim贷款的信息。最后，2001年11月，摩托罗拉在通告中宣布13亿美元的支出为微不足道的说法，让投资者震惊。

摩托罗拉公司的一位发言人说，因为通信公司将卖方融资作为竞争手段，所以披露它为客户购买设备提供融资的情况是不符合摩托罗拉的利益的。或许摩托罗拉应该问问自己：公司利用股东投入的钱承担巨大的风险且不加以披露，是否符合股东的利益？



摩托罗拉

14A信息一览表
按照1934年证券交易法14（a）部分制作的代理委托书（修正编号）

从2000年12月31日起，28亿美元的长期应收账款总额中，大约有17亿美元是向土耳其的一家客户提供的。从2000年12月31日起，该公司有4.94亿美元的已到期账款没有如期偿付。2001年3月30日，该公司又有7 500万美元的已到期账款没有如期偿付。

摩托罗拉一份代理委托书中第一次披露了土耳其一家公司欠债17亿美元。

商誉游戏　公司通过预测并购对象产生现金的能力来衡量并购的价值，它同时也对要并购的每一项资产进行估价，像电脑、厂房、存货。资产也可以是无形的（这就是说，它们不具有实物形态），包括像专利这样的知识产权、商标、员工素质和市场份额。一家公司购买另一家公司支付的超出资产可确认价值的额外费用，这部分额外费用就是商誉。截至2001年，公司核算商业并购的方法有两种。使用“购买”会计方法，公司可以将支付额分配到购买的各项资产，将额外费用确认为商誉并予以摊销，或每年以费用在账面列支，商誉价值总额按比例在不超过40年的期限里以费用列支。“购买”会计方法的应用不太普遍，因为它会降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低未来收入水平。另一个更普遍的方法是联合经营会计方法，使用这种方法，公司通过宣布购并是两家公司股东利益的联合的方式，简单地将它们的资产和负债合并起来，好像没有耗费资源也没有涉及商誉。然而，许多公司滥用这种方法并利用它向股东隐瞒合并后真正的经济效果。

财务会计准则委员会在2001年禁止公司在并购时使用联合经营法进行核算，但是同时，它取消了公司对商誉价值进行摊销的要求，这就是说商誉不再会减少接下来的几年的收入。相反，公司必须每年对商誉的价值进行评估，而且如果认定其价值自购入以来已经减少或已经失去价值，就要在账簿中按照降低后的账面价值进行记账。

美国在线-时代华纳公司（由美国在线和时代华纳合并而来的媒体巨人）的例子，很快就显示了商誉会计核算方法的改变对股东利益的影响，并一览无余地反映了管理层的错误判断。美国在线和时代华纳于2000年宣布合并，那时是网络狂潮的顶峰。一年后合并完成，合并后公司的资产负债表上商誉价值为1 270亿美元。这个巨额数据反映了那个时期暴涨的股票价格和公司为购并支付的过多的成本。

根据新的财务会计准则委员会规则，公司宣布合并后的商誉不再值1 270亿美元。为了反映商誉价值的“减少”，公司进行了历史上最大规模的注销，在它2002年第一季度的损益告中有540亿美元的费用支出。公司官员和分析师轻描淡写地说这次注销不过是账面上的更正。他们还转移公众的视线，说这次注销因为没有牵扯到现金支出因而也不会影响未来的收入。

但是如此大规模的注销并不是毫无意义的、机械的事件。这件事说明了两家公司都极大地高估了自己并在公司合并时让股东承担了过多的成本。注销540亿美元就意味着美国在线-时代华纳承认其2 000亿美元的资产中有25%突然间变得分文不值。《分析师会计观察者》（*Analysts' Accounting Observer*）发行人杰克·西斯尔斯基说：“这么大数额的价值减少是怎么逃避检查的？”虽然，财务会计准则委员会新的规则迫使美国在线进行了大规模的注销，但杰克认为注销的时机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

令人生疑。“为什么用今天的会计方法会使资产大幅削减，而用之前的会计方法却看不出来？”

许多其他的公司也效仿美国在线的做法。2002年，很多公司费了很大的劲儿让投资者相信注销是无关紧要的。事实是，注销商誉可以让公司人为地提高资产收益和股权收益，这是衡量公司价值的两个重要指标。例如，美国在线期望在2002年会有另外68亿美元的利润，因为它不用再摊销资产负债表中的商誉价值。同样，美国银行的资产负债表中，120亿美元的商誉价值也不再需要摊销了，在以后20年中，美国银行不用再从收入中扣除商誉价值的摊销额，结果是2002年收入会增加6亿美元（120亿美元被20除等于6亿美元）。

进行中的研发 购并时用到的另一种会计技巧，是公司立即一次性地注销还不能用于商业目的的研发活动所耗费的费用，并称之为“进行中的研发”。注销这种研发费用的结果是减少资产负债表中品牌的价值。这有什么问题？首先，因为会计规则授予公司很大的自主性来决定哪些研发从来不用于商业产品的生产过程，所以这部分研发所耗费的费用就有可能被过分高估。其次，事实上，有些研发可能在未来会为公司带来收入。但是如果过多地注销研发费用，这些费用就不能按照会计规则的要求从收入中抵扣。这样，未来的收入就会增加。对公司经理人员来说，大部分投资者最好不再记得公司几年前进行的大规模的注销。

IBM公司在1995年收购Lotus发展软件公司时，第一次展示了这个方法的好处。IBM将购买价款的一部分称为进行中的研发费用而注销。1998年世界通信公司收购MCI通信公司的时候，对这一方法的使用达到了荒谬可笑的地步。在MCI通信公司400亿美元的收购价格中，世界通信公司想办法将其中的60亿美元作为进行中的研发费用注销了。如果不是证券交易委员会迫使世界通信公司将研发的注销额降到30亿美元，它在接下来的10年中就有可能虚增0.5亿美元的收入。

财务会计准则委员会规则已经简化了公司处理商誉问题的程序，大部分专家认为，公司会继续使用进行中的研发策略来降低资产负债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表中商誉的价值。新的财务会计准则委员会规则让公司的经理人员想尽办法尽可能多的将收购价款中的一部分当成进行中的研发费用。通过这种方式，公司就可以降低未来注销已受损的商誉价值的可能性。投资者可以仔细地查看季度和年度报表中“管理层讨论和分析”部分（在这一部分大多数公司会解释注销了多少并购中的研发成本）来识别这个手段。

提前确认收入 公司销售产品，在账簿中将销售额作为收人来记录。公司在确认收入的时间问题上必须遵守多种会计规则。例如，销售价格为2 000美元的计算机，产品一旦发出并且客户承担了付款义务，就可以确认收入，但不是所有的销售都是这么直来直去的。例如，一家公司销售计算机的同时可能还附带有为期5年的服务合同，提供服务的收入在这5年里每年结算一次。在《通用会计原则》下，服务合同的收入只有在收到时才可以确认，也就是每年确认20%。如果计算机和服务合同是一起以一个价格销售的，收人如何分割就容易受到操纵。同样的，公司销售计算机设备的同时还销售软件，并允许客户对软件进行为期60天的试用。在《通用会计原则》下，软件的销售收入要在60天的试用期结束并且客户表示满意后才能确认，提前确认收入会导致销售额的增加和错误的收入数额。收入确认的频率对于高科技行业来说尤其重要，因为这个行业经常发生跨年度的合同、设备升级的跟踪服务以及无故障设备返还等事件。

证券交易委员会对国际商务智能软件公司（MicroStrategy）实施的强制案例说明了公司是怎样围绕收入确认玩会计游戏的。国际商务智能软件公司销售能帮助公司分析客户购买类型、进行存货管理的软件。然而，该公司主席兼首席执行官米歇尔·J·塞勒有更宏伟的计划，即要让公司成为忙碌的美国人的信息供应商（从股票价格到机场航班的晚点等方方面面的即时报道），并向美国人销售个人通信工具。为了达到这个目的，他就需要提高国际商务智能软件公司的股票价格，并让投资者相信他不仅仅只是一个网络精英。他的主要目的是向公众

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显示国际商务智能软件公司在新兴的网络公司中是惟一一个能接连不断有盈利的公司。1999年第四季度发布的一份典型的通告中，国际商务智能软件公司吹嘘它的“第12个连续经营的季度收入”为380万美元。在3年的时间里，该公司宣称3.65亿美元收入中利润为1 800万美元。在2000年3月，其股票价格最高价位达到了333美元，但是这个新经济的标志很快就成为网络泡沫破灭的主要例证。

正如事后证明的，证券交易委员会宣称国际商务智能软件公司连续违反了有关软件和服务合同收入确认时间的规定，伪造账簿。在季度末，该公司不在客户已经签署的合同上签字或署名日期，这样做的目的是公司管理层可以在事后决定将这些收入分配到哪个季度。另外，该公司3次将未发生的收入列入账中，尽管客户在季度末没有续签合同。该公司还提前确认服务合同的收入，这样，公司虽然是在未来几年才履行和客户签订的咨询和新的软件应用程序合同，但是这些服务的收入却已经确认。这都违反了《通用会计原则》的规定。

总的算来，国际商务智能软件公司1997~1999年3.65亿美元的收入中，有6 600万美元的收入是违反会计规则确认的。国际商务智能软件公司在这3年里都是亏损的而不是盈利的，所谓的奇迹只是海市蜃楼。2000年3月，重新编制的报表结果公布以后，一天之内该公司股票的市值就损失了110亿美元。股票价格像石头一样一直坠落至2001年每股1.1美元的谷底。在未置可否的情况下，塞勒和其他两个公司高级官员完结了证券交易委员会的指控，承担民事责任并支付100万美元的罚款，交出或者说放弃以不正当手段获得的股票销售收入1 000万美元。

正如投资者已经看到的，公司会利用各种会计技巧来让它们的收入看起来更乐观一些。大部分的公司在求助于似是而非的会计方法时不承认是在进行欺骗，尽管证券交易委员会不断地强制公司必须坚持会计规则的精神和信息透明化。伴随操纵收入的现实是其中大部分的做法是合法的。这是因为《通用会计原则》内在的灵活性给予了公司很大的自由度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了停止数据游戏，沃伦·巴菲特建议（而且我也同意），公司董事会应该要求审计师对其负责审计公司会计操作中的违规程度进行评价。这样的评级是要将公司会计政策的违规度按1~10进行排列。卖方融资的使用，或扩展收入确认的标准，都会提高公司的违规级别。另外，审计委员会应该问会计师（并在董事会备忘录中记录）和审计师，在其审计的公司中，哪一家的会计操作是混乱的或者是违规最严

证券交易委员会
华盛顿D.C.20549
10-K表
[X]根据1934年证券交易法13或15（d）部分制作的年度报告
会计年度截止日期为1999年12月31日

国际商务智能软件公司
（全称在其章程中有详细说明）

最近情况变化

本公司的运作和前景已经并且显著受到了最近下述情况变化的影响。

财务数据的重新制作。本公司修订了1999、1998、1997年的财务报表。修订这些收入和运营数据的主要原因是为了符合Position报表97-2“软件收入确认”的会

计原则。修订主要集中在某些软件合同收入的确认上，这些收入是按照认购方法和合同履行百分比方法进行确认的。在对不同交易的收入确认修订过程中，本公司

在某些特定的情况下，对一个报告期内客户已经签收并付款但是本公司的义务还没有彻底履行的合同收入予以了确认。

经本公司审计师确认，本公司1999年报告的收入从2.053亿美元减少到了1.513亿美元，运营结果也从稀释后每股净收益0.15美元变为每股净损失0.44美元。相应地，1999年12月31日的递延收入也从1680万美元增加至7130万美元。本公司1998年报告的收入从1.064亿美元下降至9 550万美元，运营结果也从稀释后每股净收益0.08美元变为每股净损失0.03美元。另外，本公司1997年报告收入从5 360万美元减少至5 260万美元，稀释后每股净收益从0.00美元变为每股净损失0.02美元。

国际商务智能软件公司1999年年度报告中关于由于收入确认错误导致的报表的修订，连续3年的盈利全变成了亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重的，哪项操作在审计师看来可以用另外的方法处理。

最后，投资者也必须改变他们的行为，投资者不应该随波逐流，只是根据通告上宣传的每股备考纯利增加就抢着买入股票。反过来说，投资者也不应该因为一家公司没有达到分析师的预期就抛出股票。投资者也有责任挖掘更深处的信息来了解公司真正的前景如何。持有一家信息透明而且收入没有被虚饰的公司的股票，比持有一家用准备金来虚饰收入的公司的股票要安全得多。最后，会计技巧会迫使公司重新制作收入数据，而且大规模的股东亏损几乎都是在报表重新编制以后发生的。

除了投资者的预期心理发生变化，没有什么能改变公司经理、审计师和董事会。只有投资者要求更透明的信息以及终结数据游戏（并且投资者还要用脚投票），公司才可能会别无选择，只能改变自己的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章
注意交易过程

投资者曾经想过在向经纪人发出委托买入股票的定单，或者点击“发送”将交易定单委托给在线经纪人后，会发生什么事情吗？如果投资者认为定单直接到了纽约证券交易所或者是全美证券交易商协会的计算机网络的话，那就得再想一想。定单的经历是很少人知道的华尔街的秘密之一。许多定单是在交易场外互相撮合，然后再汇总到某一个交易所。买入股票的成本往往高于投资者实际支付的每股股票的价格。成本取决于投资者定单执行的地点和时间。有时候这个交易“成本”高于购买股票支付的价格，因为经纪人没能以最佳的卖出价在市场上撮合投资者的定单。如果经纪人或他提交定单的交易所延缓了执行投资者定单的时间，或者是股价的变动和投资者的预期相反，都会导致较高的交易成本。其他导致交易成本提高的情况是经纪人可能会将投资者的定单发送到没有形成最佳交易价格的市场，因为他为此收取了报酬。

投资者是否静下心来想一想由谁向每天在纽约证券交易所大厅里闹哄哄地跑来跑去的成群的人支付报酬？还有全美证券交易商协会市场里电子屏幕后的成千上万工作人员的报酬是由谁来支付？如果投资者认为是经纪商或者是其他的第三方，那就又错了。保证市场顺利运转的中间商，大厅里的办事员，通信设备以及其他的电子设施，它们的费用都是由作为投资者的你来支付的。成本可能并不明显，它可能藏在投资者支付给经纪人的佣金里，也可能包括在投资者为买入股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付的更高的价格里。但它是的的确确存在的。

投资者的定单没能找到最佳的价格进行交易的成本，以及处理投资者交易的交易所和各种各样的中间商索取的成本，一起被称为交易成本，这些是投资者无法控制的成本。但是现在情况正在变化，交易成本引发了目前的很多争论和分歧，也是纽约证券交易所和全美证券交易商协会竞争的内在根源。在这两个市场中都存在传统的证券交易所与新的电子网络的对立，大型的投资银行与交易所以及小规模投资者与机构投资者的对立。

在本章中，投资者可以学到有关交易成本以及交易成本对投资者产生影响的方式的所有知识。投资者也能了解到股票市场最近的结构性变化，有些甚至是影响交易成本的革命性变化。我会分析纽约证券交易所和全美证券交易商协会的不同之处，分析中间商的角色（比如纽约证券交易所专家经理人和全美证券交易商协会的做市商），以及被称为电子通信网络的新奇系统的重要性。简而言之，在这里投资者可以了解股票市场的交易流程。

知识就是力量

投资者为什么要关心我所说的这些东西？因为理解所有这一切运作的方式，是让股票交易系统为你服务的第一步。作为普通的投资者，你的利益在管理交易程序的交易所官员的脑海中，并不总是最重要的。坦白地讲，交易所的运作是为上市公司和中间商谋利的，比如在纽约证券交易所拥有席位的会员和特种经纪人以及全美证券交易商协会的自营商，因为他们是处理投资者交易并和交易所之间互相影响的人。

投资者还应该关心这些东西的原因，是股票交易程序在很大程度上就像自己家里的下水管道，如果不注意就会让你花费很高的成本。个人投资者的交易成本更高的原因，就在于个人投资者没有向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某些特定的人支付报酬，因此也就没有人出面维护他们的利益。所以投资者被全美证券交易商协会自营商的腐败行为所欺骗的状况，还会持续一个较长的时期。自营商之所以能够逃脱处罚，是因为很少有投资者懂得股票交易流程。1998年纽约证券交易所的场内经纪人也被发现有不正当地利用客户的行为，方式是在为客户代理交易之前为自己进行交易。如果投资者理解股票交易的基本机制，就能更好地维护自己的利益。

在本章中，我们将要讨论的股票市场的变化，是在国会和证券交易委员会的强制下做出的，比如2001年报价方式从以分数表示变为以小数表示。交易所本身也迫于竞争压力采取了一些措施。市场结构的每一个新变化，个人投资者都是最大的受益者。我的希望是投资者对此知道的多一些，对市场施加的压力大一些。

现在的交易成本比5年前的要低了很多。全美证券交易商协会和纽约证券交易所采取了新的交易办法，中间商也清除了增加投资者成本的加价，单是报价方式从分数改为以小数表示，就为投资者节省了数十亿美元。但是，虽然两个市场已经做了很大的改变，却仍然有很多地方有待改善，尤其是纽约证券交易所，仍拒绝采用会引起其特种经纪人和场内经纪人特权变化的交易技术。市场的演化就像棒球运动的九轮击球——我们才进行到第三轮的上半场而已。

梧桐树

了解纽约证券交易所的起源有助于理解现在的股票市场。1792年5月17日，就在华尔街68号对面的一棵梧桐树下，24位商品批发商和交易员签署了以固定佣金进行证券交易的合同。那个时候交易的证券，只有政府在革命战争时期为筹资发行的政府公债以及合众国银行发行的股票，但是很快就有更多的银行股票和保险公司及铁路部门发行的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票也进行交易。这些股票和证券在主要的拍卖中心出售，拍卖人每售出一股证券就收取一定的佣金。客户的代理人（被称为经纪人），也按照代理客户交易的股票数量收取一定的佣金。

到了1817年，股票市场有了组织，其法定名字叫做“纽约证券及交易委员会”，只有会员可以交易。每天大声宣读要被拍卖的股票名单，会员坐在椅子上叫牌（买人）和出牌（卖出），这就是为什么现在的纽约证券交易所会员要在交易所有一个“席位”的原因。从1871年开始，交易所引进了连续场内交易机制，1903年交易所迁人目前在华尔街和百老汇街交叉口的位置。

纽约证券交易所保留了很多宝贵的传统。只有在纽约证券交易及委员会上市的股票，或者是那些符合交易所现行上市要求的股票，才能进行交易。今天，这些要求意味着在纽约证券交易所上市的公司，必须连续3年盈利，市场价值最少为1亿美元，股东人数最低为2 000人，公开发行在外的股票最少为110万股。纽约证券交易所仍以一种类似拍卖的方式进行交易，这种方式是将买卖定单在交易大厅的中央位置汇合，称为“交易台”。每只股票仍然有自己的拍卖人，现在他们被称为特种经纪人。而且纽约证券交易所大厅仍然是只允许拥有席位的会员进人的排他性的俱乐部。纽约证券交易所有1 366个会员，其席位可以买卖。至2001年末，每个席位价值2 20万美元。

纽约证券交易所，也是美国众所周知的主板市场（Big Board），它的运作有时候更像是一个乡村俱乐部，而不是一个半公共性质的机构。纽约证券交易所受控于会员，特种经纪人和控制着场内交易的场内经纪人，就像一个乡村俱乐部的管理人员面对网球爱好者想要更大的网球场地的要求，以及高尔夫球爱好者想要增加高尔夫球场地的要求时，夹在中间，左右为难。纽约证券交易所在这些冲突中分化。

纽约证券交易所的会员分为三种：场内特种经纪人和另外两类经纪人。“机构经纪人”受雇于大型投资银行和华尔街的经纪公司（像美林证券、高盛和摩根士丹利），执行这些公司自己的交易或者公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户的交易。还有独立的场内经纪人，也称做“两美元经纪人”，他们代理某些机构投资者（如共同基金）和小型的经纪公司进行交易。这个“两美元经纪人”的称呼是因为他们每代理会员进行100股交易，就收取2美元的佣金。

480位特种经纪人和大约400位独立场内经纪人，是纽约证券交易所成员中的大部分，其余小部分是受雇于大公司的场内经纪人。这是需要投资者记住的重要一点。它能帮助投资者理解纽约证券交易所为什么不愿意倡导变化，诸如用计算机而不是用人对股票进行撮合。虽然这样会减少投资者和华尔街的成本，但是也会减少中间商的业务和利润。尽管更高的自动化会让许多特种经纪人和场内经纪人显得多余，但是在出现这种情况之前，中间商自己也不得不赞同自动化。考虑到占有纽约证券交易所席位66%的是纽约证券交易所中已退休的会员或者是经常位于异地的会员，他们虽然出租了席位却保留着投票表决权，他们绝不会削减这一可观的收人来源，所以，更高层次自动化的应用可能还比较遥远。

特种经纪人的特别之处何在

纽约证券交易所场内的任何一天，投资者都可以看到特种经纪人站在一排电子屏幕前，旁边围着一群人嘴里不停地大叫着数字。特种经纪人有一份记录投资者委托定单的电子账册，从中撮合买卖指令。指令通过各种途径到达特种经纪人的交易台。途径之一就是纽约证券交易所的超级委托定单处理系统（Designated Order Turnaround，简称DOT），利用电子手段传送从会员公司发来的委托交易定单。委托交易定单也可以由场内经纪人传送到交易台。特种经纪人的工作是公平进行拍卖。有时候为达到这个目的，他要用自己的资金买卖股票，例如在多数人售出而少数人买进的时候。每次特种经纪人作为代理人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行一份新的委托交易时，就能收到一份佣金。换句话说，每次交易他都能得到一份佣金（如果不是用他自己的账户交易的话）。

特种经纪人自己也做股票交易，他们经常用自己的账户进行买卖。与其他类型的拍卖人不同，特种经纪人在拍卖的同时可以参与竞价买入股票。如果投资者认为特种经纪人能看到所有进来的定单的能力让他在为自己进行交易时比普通投资者有固定优势的话，那就想对了。就像在扑克游戏中有一个参与者知道其他所有人的对策一样。特种经纪人在利用这个优势——2001年末，美国证券市场上股票交易的32%是他们进行的。而且这些交易很有利可图。1999年，拉布朗契公司（一家大型的特种经纪人公司）上市的时候，它的内容说明书里披露了每个高级合伙人都有170万美元的收入。自然地，在任何条件下特种经纪人都不想自己的作用被削弱。

投资者还需要知道有另一个更有影响力的团体在和纽约证券交易所相互影响。为了满足机构投资者（如退休基金、共同基金和保险公司）的需要，华尔街公司在20世纪60年代开设了被称为大宗交易台。在这个交易台进行交易的交易商，从表面上理解是坐在纽约证券交易所交易大厅上面的办公室里，所以又被为“楼上”交易员。他们撮合来自机构投资者的买卖委托，在不能立即找到买家和卖家的时候，用他们公司自己的资金执行另一方的交易委托。完成的交易就被上报到纽约证券交易所，纽约证券交易所将交易状况记录在证券买卖汇总记录带上公布于众，就像播报财经新闻时底部的跑马灯和网站上滚动的自动滚动条一样（通常比实时晚15分钟）。

现在纽约证券交易所每日的交易量，从1991年平均1.79亿美元激增至2000年平均10亿美元，其中的20%是大宗交易，以1万股或更多为基准交易单位，这些交易全在楼上处理，从来不发送至纽约证券交易所的大厅。大公司已经计算出楼上的交易成本比发送至大厅的交易成本低，它们的大客户，像富达投资集团这样的共同基金，也注意到了这个差异。而且大公司发现通过新的电子交易系统进行交易成本会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更低，这一点对于流动性高的股票或者是那些有足够的买方和卖方而无须过多调节价格就能进行交易的股票来说，更能进一步降低成本。机构投资者对任何能削减交易成本的技术方法都表示欢迎，因为投资回报在很大程度上取决于交易成本。

大公司的担心是纽约证券交易所会在技术上处于落后地位，这样一来电子交易系统和其他的创新交易系统就会侵蚀它们的业务，可能会削弱它们争取新股首次公开发行业务的能力。几十年来，交易所中间商一直被接受为股票交易的固定成本，但现在已经不再是这样。著名的会员公司，包括美林证券、高盛和摩根士丹利（有时候合称为MGM），以及它们的机构客户，已经无法再忍受高额的交易成本。它们在纽约证券交易所可能没有占多数的投票权，但是它们是有颠覆力的少数——前10名的公司占纽约证券交易所交易量的一半，而且它们相信，如果交易所自动化程度提高，交易成本就会大幅度降低。

在我们讨论这个问题之前，先来讨论另外一个主要的股票交易所——纳斯达克的运作方式。它和纽约证券交易所完全不同。事实上，它不是真正的交易所，虽然它正在争取证券交易委员会的批准。然而，纳斯达克的功能和交易所一样，因为它也是买卖双方会合的地方。如果我们把纽约证券交易所当成是老派的上流社会公司团体的家园，那么纳斯达克就代表着一流的、有开拓精神的企业家。纳斯达克的历史相当短，1971年开始由全美证券交易商协会成立，成为那些达不到纽约证券交易所上市要求的公司发行股票筹集资金的场所。在20世纪80年代萌芽的小型科技公司，包括苹果、微软、思科和英特尔，虽然不符合在纽约证券交易所上市交易的条件，但是它们在纳斯达克受到了热烈欢迎。在它们发展起来并达到纽约证券交易所上市要求以后，它们也没有“毕业”进入纽约证券交易所，大部分公司仍选择继续留在纳斯达克。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纳斯达克：受压迫的市场

纳斯达克的首字母缩略词“nasdaq”是全美证券交易商自动报价协会（National Association of Securities Dealers Automated Quotations）的意思，但是今天这个术语已经成为新秀挑战甚至超越老牌纽约证券交易所的名词。20世纪90年代的繁荣时期给纳斯达克提供了发展的契机，很多个人投资者蜂拥投资于高科技企业。

科技繁荣的消退使当时纳斯达克市场上的一些超级明星企业损失了90%的市值，纳斯达克当然也受到损害。然而，到了2002年3月底，和纽约证券交易所的2 784名会员相比，纳斯达克还有3 994个会员公司。纳斯达克每天平均交易量为17亿美元，超过了纽约证券交易所每天12亿美元的交易量。然而，纳斯达克的市值却不如纽约证券交易所——也是到2002年3月，纳斯达克市场上市公司的资本额为2.7万亿美元，而纽约证券交易所为12万亿美元。

纳斯达克和纽约证券交易所的不同之处在于，纳斯达克不是一个拍卖市场，不通过单个的特种经纪人完成交易委托。相反，在纳斯达克，许多自营商彼此公开竞争投资者的报价（有两种报价方式，即愿意买进股票的买价和愿意卖出股票的卖价）。这些自营商，也被称为做市商，专门从事特定股票的交易，他们提供买卖报价——而且必须在这些报价的基础上，通过撮合完成交易。这些工作都是通过电子网络而不是在一个中央交易大厅完成。区别这两种证券交易所的一个方法就是，将纽约证券交易所看成是一个拍卖大厅，在那里卖方和买方在一个指定的场所会面并相互报价，由拍卖员即特种经纪人充当裁判；而纳斯达克则像一个跳蚤市场，众多的独立自营商聚居在一个地方（纳斯达克的网络交易平台），顾客不是彼此直接交易而是和这些自营商交易。

纳斯达克的做市商每天的交易额几乎占了该市场全天交易额的3/4。也就是说，如果投资者买进微软的100股股票，这些股票的大部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分可能来自于一个做市商。做市商可使指令流通畅。因为投资者在买进10万股AMD公司的股票时，很少能碰到有委托刚好要卖出10万股。

目前，纳斯达克市场中大约有500个做市商，每一种股票至少有3个做市商，有时多达40个做市商同时竞价。他们不收取费用和佣金，这和纽约证券交易所的做法一样（尽管这种情形很快就会发生变化，这一点读者从下面的内容中可以了解到），取而代之的是，他们通过价差来获利，也就是从卖方买进股票的价格与卖给另外一个股票购买者的价格之间的差额来获利，差额越大，获利就越多。

经过30年的发展，纳斯达克这个弱势交易所已经成为实力雄厚的纽约证券交易所的有力竞争者，但是在20世纪90年代，它受到了致命的打击。在1993年，我听说了一些传闻，纳斯达克的一些做市商人为地拉大差价。就像我在前面所说的，差价是做市商的黄油面包——当然是越大越好。1978~1989年在我任美国证券交易所主席期间，人人都感觉到了纳斯达克投资者支付的巨额差价的不正常，但是同时又找不到明显的证据。据美国证券交易所统计，纳斯达克的投资者由于大的价差，每年要损失20亿美元。纳斯达克官员对于这个报告必然加以否定。

但是传闻仍在继续，1994年5月，威廉·G·克力斯（William G.Christie）和保罗·H·舒尔茨（Paul H.Schultz）发表的一篇学术报告，使得传闻更加引人注目，在这篇报告中，他们分析了历年的交易数据后发现可疑之处，即分子为奇数的交易价位很少出现，例如$30\frac{3}{8}$美元（2001年前股价一直用分数的形式来表示的）。做市商仅仅采用分子为偶数的方式报价，在于追求两个目标。因为，卖方和买方人数存在大的差口，投资者不得不通过中介来弥合，所以只要采用分母为偶数的方式来报价，做市商就能保证自己得到1/4的差价，也就是每股25美分的可观的盈利。在这个报告以及其他几个新闻调查报告的影响和推动下，投资者提起了团体诉讼，司法部门也进行了反垄断调查。当我在证券交易委员会开始新的角色时，我知道证券交易委员会必须关注交易员是否在敲诈投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纳斯达克案：可耻和震惊

证券交易委员会的发现让人感到既羞愧又震惊。我们有证据证明纳斯达克的一些做市商私下达成协议来保持大的差价。他们固定价格的行为违反了反垄断法，因为这样做侵犯了投资者的利益。有心在现有报价中缩小价差的做市商不断受到口头骚扰和排挤。一些做市商和其他的交易商互相勾结侵犯他们代理的客户的利益。如果一个客户的限价委托（只以特定价格买入和卖出的定单）会缩小差价，做市商们一般就不把该委托送入相应的市场而是将这些定单束之高阁。[1]许多做市商没有诚实报价（这是违反作价买卖的基本规则）或者是交易完成后数小时才报告，目的是要误导市场。投资者把这些情况综合起来考虑，就会很清楚地看到纳斯达克报价过程已经变得相当腐败。

证券交易委员会市场监管部负责监管交易所官员开始不相信这些说法。作为证券市场的监管者，证券交易委员会没履行好监管职责，我们过于高枕无忧。尤其是没有看到全美证券交易商协会已经被一帮搞阴谋的交易员所控制，他们利用自律程序惩罚了某些参与者（如当日交易者），而没有惩罚一些严重违法违规的做市商。

在证券交易委员会收缴了交易员之间电话录音的磁带后，他们的腐败及锁定价格行为才完全暴光。公司一般按照惯例保留这样的录音带，目的是防止交易方之间发生争端。证券交易委员会拿到的第一盘录音带以及此后陆续拿到的其他的录音带成为揭发交易商勾结行为的有力证据，交易商们知道他们的行为被录音，但是由于这种勾结行为被越来越多的人接受，大家都认为法不责众，也就越来越胆大妄为。

这里有一个电话对话录音的例子。一个做市商（我们称为交易员1）

① 因为在一个公平的市场里，限价委托应有相对做市商的买进报价优先成交的机会，所以该投资人的委托有缩小最佳买卖报价价差的效果，这样就会减少做市商的获利。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希望卖出较大额的参数技术公司（Parametric Technology）的股票。几分钟之前，另外一个交易员已经将他对该公司股票的买进报价（也就是他愿意购买该股票的价格）提高到26 1/4美元，但是，交易员1希望别的做市商跟盘，造成这种股票的需求量上升的假象。于是交易员1打电话给交易员2，希望他提高买进报价。交易员2表示同意，同时他们达成一个2 000股的场外交易来掩盖这种勾结行为，下面是他们的对话。

交易员1：你在做参数技术公司的股票吗？

交易员2：是啊，做一点。

交易员1：太好了，你能不能……

交易员2：我怎么才能帮你？

交易员1：你能再将报价提高1/4美元吗？

交易员2：当然可以。

交易员1：如果你愿意，我可以在$2\frac{1}{4}$美元这个价位卖给你2 000股，只要你将报价做上去。我在做多头，希望股价继续上升。

交易员2：没问题。

交易员1：好的，我卖给你……

交易员2：2 000股，太好了！

交易员1：就以$2\frac{1}{4}$美元价位卖你2 000股，将价位拉上去，好吗？

交易员2：我正在拉呢。

交易员1：多谢！

除了要审查那些长期受怀疑的交易员之间的勾结行为外，调查工作又将重点放在长期以来纳斯达克形成的一个弊端上——纳斯达克已经成为了一个具有双重性质的交易所。一方面，它是纳斯达克交易员的正式网络，价差很大，订单数额小，多为散户所下，算是傻瓜市场。另一方面纳斯达克又是一个被称为Instinet的电子交易市场，主要是被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英国路透社（Britain's Reuters Group PLC）控制。通过Instinet报出的价格价差要小得多，成为共同基金和其他的机构投资者首选的市场，但是个人投资者却不得进入。

Instinet也限制日间交易者，他们不是自营商却如自营商那样整日做着交易，整日从中寻找价格上的微弱差价以此获利。日间交易者通常使用一种被称为小型定单执行系统（SOES）的纳斯达克网络系统。小额定单执行系统建于1984年，主要是为小额交易者快速处理最多为1 000股的定单交易。自从1987年股灾以后，个人投资者不能通过电话与经纪人直接联系，做市商又不能够忠于职守地报价，所以，做市商就被规定通过小额定单执行系统处理到纳斯达克交易的委托单。日间交易者意识到他们可以充分利用做市商在市场行情变动时不能及时更新报价的劣势，发展了他们自己的电子订货系统，从而使得他们能够方便地在小型定单执行系统上处理自己的委托。华尔街的做市商气愤之下称之为“SOES抢匪”，而且想方设法将他们赶出市场。这些做市商甚至不断地利用全美证券交易商协会的惩戒机制来压制这些活跃的当日交易者。但是这些“SOES抢匪”知道那些做市商在相互勾结以固定价差，他们与司法部门，证券交易委员会和原告律师合作，揭露做市商的这种行为。这些当日交易者不仅揭露了纳斯达克的弊端，而且还成为了纳斯达克市场创新的动力。像Island 和Archipelago等各种电子股票交易联盟的诞生，大都来源于当日交易者快速交易的要求。

通过两年的调查，美国最高法院在1996年完成了针对24家交易公司的反垄断诉讼。但这仅仅是一个开端，而后，演变成为纳斯达克长达3年的诉讼噩梦，牵涉到它的母公司，24家做市商公司，以及大约50位交易员。首先，原告律师代表投资者对这些公司进行了集体起诉。受到起诉的包括一些大的做市商，比如美林证券、所罗门美邦、潘恩韦伯和摩根士丹利，它们最后被迫支付了10亿美元的和解金。在证券交易委员会，我们采用“三叉式”的补救方法，包括针对全美证券交易商协会的调查，对相关公司和个人的民事起诉，以及制定新的规则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确保不会再有此类的违规案例出现。

在纳斯达克案例中，最使人感到失望的是，证券交易委员会发现长期以来，全美证券交易商协会身为纳斯达克的拥有者和主管机构，多年来对许多违法行为早就有所耳闻，但是一直睁一只眼闭一只眼。他们为何会这样呢？证券交易委员会了解到，纳斯达克的做市商已经控制了全美证券交易商协会的监督和纪律委员会，实际上他们这帮人正操纵着这个机构。

每个证券交易所是作为自律性质的组织（SRO）来执行证券法规的。这里面的道理在于证券交易所比较清楚自己内部的运作情况，从而更加清楚地知道如何进行自我约束。证券交易委员会以它有限的资源监视着这些自律组织，督促它们制定相关法规防止诈骗投资者和操纵市场的行为，从而保证公平的市场交易。这些自律组织必须确保它们的报价是公平、有效的，而不是虚假、误导的。一旦发现有人违反规定，自律组织必须立项调查，在必要的情况下，对他们施以处分。

遗憾的是，全美证券交易商协会的自律功能严重失衡，而它的董事会对此却竭力否认。它任命了一个委员会进行改革，而这些改革在我个人看来不过是一些表面工夫，是毫无意义的。全美证券交易商协会否认它们监控组织的核心已经被侵蚀。我生命中最紧张的时刻之一，就是在这个董事会面前，一个人做事先准备好的发言。我陈述了证券交易委员会的调查结果、建议和要求。我说，他们要对大众投资者负责，因此就要对自己的运作方式做根本性的改变。如果他们拒绝的话，证券交易委员会就别无选择，只能采取强制措施。他们有礼貌地听完我的发言，问了少许几个问题，而后敷衍地打发了我。

当全美证券交易商协会拒绝我所建议的补救方案后，我只好认定该机构根本不可能进行自我改革。在1996年8月，我们向公众公开了被称为“21（a)”报告——该报告根据1934年的证券交易法案授予证券交易委员会的调查权限而命名。该报告详细地阐述了证券交易委员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会的调查结果。接下来证券交易委员会采取了不同寻常的、颇有争议的措施，谴责了全美证券交易商协会，提出了一系列详细的补救意见。迫使全美证券交易商协会在3年中持续接受外部监督。

证券业内的一些人害怕一旦他们认罪，投资者可能提起的高额赔付的诉讼，所以他们宁愿抗争到底。丹·塔利，美林证券公司的总裁，也是我交往多年的朋友，一直在这些人和证券交易委员会执行委员会之间进行斡旋。在美国证券交易委员会总部长达20个小时的马拉松会谈中，塔利往返于我的办公室和聚集在两层楼下的证券公司的代表们之间，最后达成了一项协议。

证券交易委员会要求他们进行改革。他们必须对全美证券交易商协会以及纳斯达克董事会成员进行更换，并成立一个独立的下属机构（被称为美国证券交易商协会监管公司），从而使市场监管与证券交易职能分离。我们严格要求，每个独立的董事会成员与主持违规案的听证官员没有利益上的冲突。而且证券交易委员会要求他们在5年内投入1亿美元，建立新的审计系统，以处理交易缓报以及其他的违规行为。

我同时坚持更换全美证券交易商协会和纳斯达克的管理层。我聘任了弗兰克·萨博（Frank Zarb）来担任董事长。弗兰克和我在20世纪60年代共同任职于西尔森，我非常了解和信任他，从1997年到2001年，在他分别任全美证券交易商协会和纳斯达克的主席和总裁时，我们密切合作，使一个处于生死边缘的机构重新走上正途。

由于录音带提供了交易员们令人震惊的共谋证据，我们对28家公司和50名交易员提起了民事诉讼。1998年，所有诉讼在同一天有了结果，其中潘韦伯缴纳了近700万美元的罚款，是缴纳罚款最多的一家。没有一家公司或交易员对它们的罪状有公开的承认或否认，但是它们总计共被处以了2 600万美元的罚款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

委托处理规则：巨大的冲击

在1996年末，证券交易委员会发布了新的规章手册来解决证券市场报价体系的缺陷和证券市场二重性的问题。那个时候，证券交易委员会还没有意识到，这些规则给纳斯达克市场，当然最终也给纽约证券交易所带来了巨大的冲击。

委托处理规则要求做市商必须在纳斯达克，或者其他任何一个市场交易中心，比如，电子交易系统，公开它们所有的限价委托（限定价格的定单），从而改善它们的市场报价。这样是为了防止做市商为了保持大的差价故意将一些限价单搁置。另外，该规则要求电子交易系统，例如Instinet必须公开它们的报价，从而解决了市场二重性问题——面向机构投资者的高级市场和面向散户的低级市场，同时该规章要求做市商和经纪人为客户承担最佳成交的新职责。这意味着交易员单单输入委托单是不够的，还必须为客户争取到最好的价格，这也被称为价格改良。

其实这些想法，例如限价单展示规则（limit order display rule），在行业内部早已有人于十多年前提过，但是以前的证券交易委员会委员以它过多地干涉证券交易为由予以否决。从1995年夏天开始，一些人又再次明确地提出这项建议，其中包括市场法规部的二号人物鲍勃·科尔比（Bob Colby），我的一个法律顾问马克·利尼（Mark Tellini），证券交易委员会的首席经济学家以及后来的市场法规部的头号人物理查德·林赛（Rich Lindsey）。我想他们当时并没有意识到他们正在发起一场具有一串连锁反应和冲击波作用的改革。

市场结构改革是非常具有戏剧性的。新的公平交易规则和新的技术促进纳斯达克有了全新的转变。比方说，在以前，纳斯达克的交易员只有在市场价格有利于他们时才执行交易，这对投资者是非常不公平的。而新的交易规则改变了这种状况，因为一旦个人投资者能够在于纳斯达克报价系统上看到自己的定单，交易员就不能再忽视它们而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必须将它们投人市场，与其他定单撮合。

结果如何呢？价格差缩小了30%，第一年就为投资者节省了250亿美元。与此同时，不断攀升的牛市和网上交易的问世，史无前例地吸引了成千上万的个人投资者，他们逐渐成为机构投资者的竞争对手。其中，许多新的定单都是在电子交易系统上进行。此外，限价单展示规则要求做市商把定单发送到电子交易系统，这使得电子交易系统增加了新业务，原先不起眼的地位发生了变化，其势力日益不容小视。

电子交易系统和批发商

电子交易系统究竟是什么呢？简单地说，它是自动撮合买方卖方的电子配对系统。还记得在前面我已经提过，纽约证券交易所像一个拍卖所，而纳斯达克则像一个跳蚤市场。而电子交易系统类似于eBay，一个让买方和卖方直接在网上交易的网络拍卖公司。由于没有了中间商，通过电子交易系统交易成本更低，这也就是“去中介”的真正含义。投资者通过经纪人将定单发送到电子交易系统，几秒钟后，这些定单以及其他的定单一同出现在电子交易系统的显示屏上。而通过中间商交易时，中间商可能会隐藏定单，或者由于事先知道一些定单而进行有利于自己的交易。相比之下，电子交易系统更加透明一些。电子交易系统不会将客户定单当砝码来对付客户，它们只是通过事先收取费用来获取利润。到2001年底，电子交易系统已经占有纳斯达克42%的交易量，而且逐渐涉足于跟纽约证券交易所争取客户。

除了受到电子交易系统日益激烈的挑战外，纳斯达克和纽约证券交易所还面临着批发做市商的威胁，比如位于新泽西的骑士交易集团（Knight Trading Group），以及位于旧金山的嘉信理财旗下的嘉信资本市场，嘉信理财曾开拓了贴现经纪业务。骑士交易集团近来发展很快，因为它从经纪人那里购买定单（购买费用也被称做定单转介费）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而嘉信资本市场则以“内部运作”方式进行交易，也就是在内部撮合买卖定单。这两种做法都是有问题的。定单转介费往往刺激经纪人为他们的客户寻找最高的买价，而不是像交易中心那样为客户定单寻找最佳的可能价格。同时内部运作意味着相当数量的定单不能进入其他市场，这样投资者可能错过在其他地方的一个更好的成交机会。这两种情况，不管是定单转介费，还是内部运作，做市商虽然是在撮合买进卖出的委托，但却不能为投资者争取到最好的成交价格。这些做法体现不出最佳成交规则的精髓所在。

在一段时期内，批发商在处理委托定单交易中就占据了主导地位，它们实际上已经成为了造钱机器。到1999年中期，骑士交易集团控制了纳斯达克20%的最活跃的股票。同时，据投资公司贝尔斯登（Bear Stearns）的分析员艾米估计，嘉信资本市场一年中仅作价买卖就获利10亿美元。但两家公司对价格发现过程没有丝毫作用（定单在纳斯达克网络上撮合以及在纽约证券交易所进行各种拍卖就是价格发现的过程），但是，因为公司可获得稳定数量的定单，同时大多数的投资者不知道他们的定单究竟在什么地方被执行，所以做市商们不必要为了获得更好的价格而将定单发到别的地方。

这些变化让我感到忧虑。尤其是市场分割这一现象，即交易市场逐渐被分割成各个小块，电子交易系统和批发做市商在给市场带来竞争和活力的同时，也使得买卖双方更难于在一个集中的地方交易，这时候，就很难预知一只股票的“真正”价格。市场分割可能会使得买方以较高的价格买入而卖方则以较低的价格卖出。同时它也可能延长成交时间，更有可能使市场像巴尔干半岛那样形成割据：即使两个买家在同一时间购买相同的股票，却会因为进入的市场不同而支付不同的价格。

从纳斯达克最后一个案子结束的那一刻直到三年后我从证券交易委员会退休，市场分割只是我所关注的许多结构性问题之一。在1999年夏天，我才知道一些大券商更害怕市场分割。除了担心送往一处的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定单无法与另一处的撮合外，更担心的是批发商与电子交易系统侵蚀着他们那块利润丰厚的新股首次公开发行业务。想新股发行顺利进行，就要求事先预测对新发行股票的需求量，事先知道需求量可以使承销商更准确地确定新股首次公开发行量。由于将近一半的定单集中到批发商手中，大券商害怕他们不能够准确地预测散户的定单量，这样他们就很可能失掉已经到手的新股发行的这块大蛋糕。

虚拟中央限价定单簿的产生

2002年夏末，在汉克·保森（Hank Paulson）的饭厅举行的一个会议上，这位高盛投资公司的首席执行官兼主席使我确信，向做市商明确说明市场发展方向的时机已经成熟。汉克·保森对纽约证券交易所有点失望，认为这个主板市场已经在技术方面落后了，它不具有电子交易系统的自动化和匿名性的优点，由于只有特种经纪人知道定单委托簿的内容，所以透明度不高。同时，由于市场分割，交易所接受的定单缺乏竞争。针对这种情况，汉克·保森支持多年来形成的一个设想：中央限价定单簿（Central limit-order book，简称CLOB），也就是在同一个结算所集中所有的定单，保证所有的投资者都能够看见这些定单，根据先到先配的原则，进行定单撮合。

大券商非常希望建立中央限价定单簿，它们认为这样就可以避开中间商，可以以较低的成本和更快的速度进行交易，同时也维持它们在新股发行业务中的领先地位。中央限价定单簿同时也解决了定单散于不同的市场而被隔离的问题。纽约证券交易所表现出来的不满让我大为吃惊，于是承诺与这些公司和纽约证券交易所共同磋商，解决他们的忧虑。

中央限价定单簿本身是个有趣的概念，但它在解决一些问题的同时也带来了一些问题。1999年9月，我在哥伦比亚法学院做演讲时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表示希望有更多这样的创新出现。同时我也讲到，作为一个崭新的概念，联系着所有市场的虚拟的中央限价定单簿需要进一步的探索。但是原来那种大券商倾向使用的模式——换句话说，垄断型的撮合系统，是一定要摒弃的。同时我鼓励各个交易所精简臃肿的董事会结构，弱化中间商的作用。与此同时，尽可能地给电子交易系统创造更为宽松的法规来促进竞争，甚至于只要它们愿意，可以转型为交易所，以此促进行业竞争。为了避免市场割据，我要求电子交易系统以及批发商和其他的市场建立联系。

同时，反对建立中央限价定单簿的声音也不少。例如，纽约证券交易所认为它逐渐会侵蚀拍卖模式。最大的反对者是嘉信理财公司，它认为在抑制竞争的同时，也会降低它的分支部门嘉信资本市场的盈利水平。嘉信资本市场接受的定单来源于散户在嘉信理财的在线账户以及它的贴现经纪机构和其他公司大约200个经纪人，嘉信资本市场就对这些定单进行撮合，并从价差中获利。

与菲尔·格拉姆的斗争

嘉信和其他的中央限价定单簿反对者从国会那里找到了同盟者，其中的主要代表人物是参议员菲尔·格拉姆，他是得克萨斯州共和党人，主管参议院银行委员会，而该委员会负责监管证券交易委员会。格拉姆以前是一位经济学教授，2002年末从参议院退休，他生来就反对管制。中央限价定单簿的反对者在组建中央限价定单簿这个问题上，和格拉姆可以说是志趣相投。我在哥伦比亚发表演讲不久，就被叫到他的办公室，在那里他告诉我支持中央限价定单簿是一个错误。因为它会抑止电子交易系统、批发做市商和交易所之间的竞争。我和市场法规部的负责人安妮特·拿撒勒一同前往菲尔·格拉姆那里，听他讲了一大堆管制将会带来的弊端。我们所担心的是市场分割（指买卖双

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方的定单不能在尽可能大的范围内被撮合），而他害怕的却是问题的另一方面，即我们会抑制市场的繁荣发展，这两个目标，更多的定单撮合达成更好的价格和促进各个市场之间的竞争，是相互矛盾的，这也是我和拿撒勒在接下来的18个月与格拉姆在许多次会议和电话中争论的焦点。

刚开始我以为我和格拉姆会针锋相对地干起来。我和他接受的教育和生活的背景完全不同。我生长在一个认为政府管制是保护弱势群体的必要措施的家庭。当然，我也是推崇自由市场理念的，毕竟我担任过美国证券交易所的主席和一家大券商的总裁，但我认为市场并不是非常完善和合理的，有时徒有公平竞争的外表，相继出现的针对纳斯达克和纽约证券交易所场内经纪人的诉讼，就证明了这一点。证券交易委员会也曾经起诉过4个期权交易所，这些交易所长期以来一直互相勾结，在期权上市上维持各自的一套，且约好互不相争，从而使投资者支付更高的价差。而当1999年8月各个期权交易所开始竞争期权上市业务时，这个价差才很快地缩小。

在另一方面，格拉姆作为一个典型的南方人，对大政府一直持不信任的态度。他坚信如果不对市场进行干涉，任凭它自主发展，最终会对买方和卖方定单进行最有效的撮合。他在一次会议中用手指着我的胸膛说道："除非投资者的利益受到严重侵犯，否则我不需要你进行任何异想天开的法规改革。"我越来越对我和格拉姆之间的智力较量感兴趣。渐渐地，我们也发现对于股票市场彼此也有一些共同的看法。比方说，我们都认为市场的撮合系统若以垄断方式运行是错误的；我们都认为证券交易委员会进行任何改革都应当小心谨慎，以避免引起一些意想不到的后果，禁止支付定单转介费和内部运作在当时根本是不可能的。就如防洪一样，若措施不利，那么堵了这边，那边又会漏。这会让向来精明的做市商用种种对策从经纪人那里获得定单。

格拉姆和我都认为电子交易系统的飞速发展，以及诸如在线经纪人这种新技术的出现，可以给个人投资者提供更多的便利。同时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们都认为应该进一步提高交易成本的透明度，这是非常重要的。透明意味着投资者知道他们的定单被执行的地点、理由和成本，也知道若选择快速成交有可能错过最优的价格，自己的经纪人是否花时间以最好的价格执行他们的定单。以上任何一种条件的缺失，投资者都会有损失。

在我任期快结束的时候，证券交易委员会提议了一项规则，要求各个市场必须每个月上报一次它们定单执行的情况。比方说，它们必须公布是如何在每只股票上为客户争取到最佳的价格，而不只是简单地以市场上现有的最好报价执行定单。券商每个季度也必须公布它们将定单发向何处，是否收取定单转介费和其他的收入。在解决市场结构问题而提出的解决方案中，这些提议的以一统天下的原则反而强制性是最低的。格拉姆虽然不赞成，但是也没有极力反对。

但是最终，中央限价定单簿没有经得住时间的考验。它虽然能够提高效率，却牺牲了竞争和创新。中央定单簿抑制了近年来和新交易方式、新技术共同成长起来的一批企业家的企业创新才能。我越来越明白一个大一统的中央定单簿不利于提高市场对投资者做出更迅速更有效的反应。格拉姆和其他的市场人士的看法是对的，解决市场分割问题所引发的问题更为严重。

中央限价定单簿同时也是主要券商未加声援的牺牲品。嘉信理财内部运作散户定单，华尔街大券商内部运作大户的定单。事实证明，华尔街的一些巨头根本就不愿意将他们楼上交易室正在进行撮合的大额定单发送到中央限价定单簿上。

但是中央限价定单簿灭亡的真正原因，不在于嘉信理财的政治压力、格拉姆的反对，甚至于纽约证券交易所的反对，而是因为十进位制。

证券交易委员会在国会多次催促下，要求交易所将分数报价改为小数报价。令人奇怪的是，主倡者是两个来自于美国共和党的人，而我任职于证券交易委员会时，他们从来没有从投资者利益出发提出这样的建议。他们是汤姆·布莱利，众议院商业委员会的主席；迈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克·奥克斯立，商业委员会下属的证券分会的负责人。这两位共和党人都认为分数报价会使投资者在每次交易时支付过多的交易成本，他们的看法是对的。但是由于纳斯达克正在受到固定价格丑闻的影响，同时还因为技术上的限制，所以不能很快进行这项改革，证券交易委员会不得不延迟了一年多才改制。2000年末，纽约证券交易所率先进行了这个改革，2001年初完成。纳斯达克紧接着开始并于2001年4月完成。转制成效立竿见影，我们原以为大部分股票还会用五分币和一角币的分数制报价，但我们错了，几乎是一夜之间，大部分的股票都采用了美元和美分的小数报价方式。例如，美国IBM公司的股票报价方式不再是$75\frac{5}{16}$美元（买入价），$75\frac{6}{16}$美元（卖出价）（有6.25美分的价差），而是75.31美元（买入价），75.32美元（卖出价）（1美分的差价）。

转向小数报价

小数报价是个人投资者的意外收获。它们不仅更加容易让人理解，同时更缩小了50%的价差——比在交易处理规则生效后，纳斯达克价差缩小的幅度更大。

和定单处理规则一样，小数报价已经改变了交易的经济学。电子交易系统和散户明显受益，另一部分人（如机构投资者）却大为不满。比方说，机构投资者进行一种被称为抢先交易成“抢单”的行动中的时候，会遭受损失。下面，我们通过一个例子来做进一步的论述。一个特种经纪人收到一个限价定单，要求以20.10美元购买AT&T的股票，同时也收到另外一个投资者的市价定单，要求卖出AT&T的股票。我们都知道，一个市价定单是没有限定交易价格的，只要求以最佳价格买入或卖出股票。这时候特种经纪人可以将限价定单和市价定单相撮合。但是，如果，特种经纪人（或者场内经纪人）认为市场行情将会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上涨，他就会自己留住这个市价定单，用自己的账户以20.11美元购买AT&T的股票——这就比限价定单价格高了1美分。

用高于限价定单1美分的价格来抢先交易，意味着限价定单没有得到撮合。即使特种经纪人的判断失误，股票价格下跌，他还有那张未撮合的限价定单，还可以以20.10美元卖出。他只承担每股1美分的风险。在最初，股票采用16位制进行报价的时候，他每股承担高达6.25美分的风险，在这种情况下抢先交易是不划算的。

许多华尔街大券商的交易部门在小数制下也遭受了损失，但是他们所受的影响远远赶不上批发做市商。有一些公司，比如嘉信理财、骑士交易集团，它们掌握了市场上大部分的定单，突然价差减少到1美分，定单收益锐减，甚至低于电子交易系统的收益，这样反过来大大降低了定单转介费。以至于嘉信理财、骑士交易集团和其他一些公司开始进行相反的操作，就是将手里的定单卖给经纪人，从中收取佣金。不到几个月的时间，批发做市商就已经不再是高高在上的皇帝了，它们不得不重新考虑它们的商业运作方式。

如果做市商只收取佣金而不从价差中获利，这就会从另一方面促进股票市场发展。这意味着交易成本更加明晰化，有利于投资者对各个交易所进行比较。但是同时，由于经纪人向市场所发送定单不能再获得收益，个人投资者可能必须支付更高的佣金，尤其在委托在线经纪人的时候。比方说，网上经纪人E*Trade，在股票市场行情最好的时候，收取的定单转介费占它收入总额的15%。一旦失去了这一收入来源，它就必须寻找新的收入来源。

同时，改用小数报价降低了定单转介的透明度。透明度是各个价格点交易收益的衡量标准。伴随着市场价格差的缩小，定单容量——即每个定单委托买入和卖出的股票数量越来越少。现在股票市场上透明度越来越低。比方说，在纽约证券交易所，由于改用小数制，定单容量降低到原来的66%；在纳斯达克市场，降到了原来的75%。

透明度降低的一个最主要的原因是采用小数报价以后，增加了价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格波动的频率。由于市场价格的波动，投资者不愿意在一个固定的价格上发大额的定单，另外，发送限价定单实际上是邀请别人以高于1美分的价格抢先进行交易。

交易所的操作方式趋向于电子交易系统

或许很多关于小数报价的结论下得太早——除非它停在那儿不动，更何况关于股票交易的经济学是永远也不会相同的。交易所正在努力消除一些小数报价的负面影响。小数制和其他一些变化已经迫使纽约证券交易所和纳斯达克必须考虑某些意想不到的情况，它们已经开始改变它们原有的股权结构，以便对竞争压力做出快速反应。许多交易所也都开始考虑公开出售股份，建立或者购人电子交易系统，甚至互相之间有可能进行合并。它们开始试着与海外交易所联系，并且昼夜不停地进行交易。

为了应付激烈的竞争，全美证券交易商协会主要采取了以下的措施。首先，建立了一个新的定单显示系统，称为“SuperMontage”（超级蒙太奇），想以此来巩固它作为高科技交易所的竞争地位，该系统于2002年中期建成并投人使用。电子交易系统把纳斯达克市场切割成多个子市场，为了寻求更合适的价格、更高的流动性以及更多的收益，投资者不得不在各个子市场中进行权衡。所以纳斯达克实际上利用SuperMontage拉回了它的一些客户。建立SuperMontage的目的是将所有定单汇拢至一个中心地带。这个平台不仅展示了最优的买价和卖价，还有以这些价格成交时的交易收益，以及接下来的四个可能的报价（在这一点上，它类似于电子交易系统），这也叫做市场深度，知道了市场深度，投资者可以做出更好的交易决策。

全美证券交易商协会另外一个重大的决定就是将纳斯达克拆分出去，但同时全美证券交易商协会仍然是证券市场的自律组织。首先，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全美证券交易商协会通过私募卖出了全美证券交易商协会的股份，筹资3.18亿美元新股东包括许多华尔街大券商、科技公司甚至一些在纳斯达克上市的公司。纳斯达克正在争取证券交易委员会的同意，成为一个独立的交易所。2002年中期，证券交易委员会还没有答复，但是有批准的可能。一旦那样的话，纳斯达克将考虑通过发行股票来筹集资金，并与如伦敦证券交易所这样的海外交易所合并。

纽约交易所不想让纳斯达克抢先一步，1999年7月，纽约证券交易所的主席兼首席执行官迪克·格拉索预测纽约证券交易所将在那一年的感恩节前上市，这件事震惊了整个华尔街。当然，那只是一个宏伟的目标。就是格拉索自己事后也承认那不是最明智的举动，必须考虑到许多棘手的问题，比如，一个交易所在追求盈利的同时如何履行成本昂贵的、同时又是至关重要的自律义务。

首次公开发行上市是不可能了，但是格拉索又提出了另外两个创新，这两个创新相结合会使纽约证券交易所更像一个电子交易系统。他提出一个新产品，称为“公开账簿”（Open Book），公开账簿里记录了特种经纪人手中的所有定单，这有点类似于电子交易系统的做法。比方说在公开账簿里记录每个价位的定单数量，这样就揭示了一个特定的交易所内由于使用小数报价而被隐藏的利益。但是纽约证券交易所不允许资讯提供商，如布隆伯格和路透将纽约证券交易所的定单簿和其他交易所的混合在一起，这样就限制了它的适用性。另外一个问题是公开记录不是实时的，它大约有10秒钟的时滞，这样的话，特种经纪人就能够优先于市场中的其他人看到定单。

纽约证券交易所另外一个创新就是“直接下单”，它允许券商或者它们的客户直接进行不超过1 099股股票的交易，可根据纽约交易所的最新报价，且不需要特种经纪人的介入。直接下单的整个过程只需要1.7秒，而通过场内经纪人则需要15~22秒。听起来有点耳熟是吗？当然，这正是电子交易系统和批发做市商的做法，区别在于它们并不将交易量局限在1 099股之内。即使纽约证券交易所所有的限价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定单客户都采用这种交易方式，也只占整个交易额的8%。

纽约证券交易所在进行创新，但还是有所保留，目的是不削弱特种经纪人的地位。然而，一些犹如柏林墙的保护屏障还是倒塌了。其中最有代表性的就是纽约证券交易所的390条款，该条款要求它的会员不得买卖1979年4月以前在本交易所以外上市的公司的股票。我几次暗示迪克·格拉索，390条款属于不正当竞争。但迫于会员的压力，格拉索一直坚持这个条款，这个条款非常验效：截止到1999年我在哥伦比亚做演讲时，电子交易系统处理了纳斯达克25%的定单，但是处理的纽约证券交易所的定单不到1%。在我的演讲中，我提到390条款寿终正寝，公开要求格拉索废除这项条款。私下里，我要求他在2000年1月之前废除第390条款。格拉索没有办法，只好说服会员必须废除，董事会才在1999年12月投票表决，废除了该项条款。

迄今为止，纽约证券交易所的市场占有率并没有受到太大的威胁。纽约证券交易所和纳斯达克在新股首次公开发行中都未将股票售给公众。纽约证券交易所大厅和以前一样仍然非常忙碌。在2001年，纽约证券交易所上市的股票仍有近85%，且稳稳地在本所交易。尽管以前我特别热衷建立一个集中的虚拟券商定单簿，但最后还是放弃了。那是不是意味着我的努力白费了呢？当然不。客观地说，那其实是为证券交易委员会现在开展的工作做了一些铺垫。比方说，一旦纳斯达克成为一个独立的交易所，华尔街券商可能将定单发送到纳斯达克，在那里交易纽约证券交易所的股票；很快，电子交易系统也会试图再从纽约证券交易所分得一杯羹。成效很快于2001年11月28日显现，那天信用评估机构宣布安然公司的债务使安然成为垃圾股，安然的股票价格就像自由落体运动一样在直线下滑。纽约证券交易所因为该股定单失序而停止了交易。安然股票卖盘大大高于买盘，当时负责处理安然业务的特种经纪人束手无策。然而，其他的市场虽然买盘卖盘也不相等，却仍然继续进行交易。纽约证券交易所特种经纪人关闭了交易台，接下来的30分钟，安然股票的价格从每股2.60美元下降到每股1.10美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，而在此时间内电子交易系统则成交了1 000万股，而后特种经纪人只能以电子交易系统的报价，才恢复了交易——这是对纽约证券交易所特种经纪人系统的一个巨大打击。

定单执行的质量：管理时髦话

各市场之间相互竞争，为了吸引更多的顾客，它们各显神通，比如努力提高定单执行的速度，提供更多价格改善的机会，和其他市场有效地加强联系，提高处理大额定单的能力，以及保证交易的匿名性等等。不同的投资者有着不同的需求，有人希望首先提高交易的速度，有人则追求最优的价格。

在市场的结构达到一个完美的状态之前，我们还面临着许多挑战。挑战之一便是各市场之间缺乏有效的联系。纽约证券交易所需要加强和纳斯达克以及其他市场的联系。听起来容易，然而由于政治上的原因做起来就特别难。几个电子交易系统之间已经达成了这方面的协议，并且通过网络彼此之间可以进行高速联系。比方说，Archipelago电子交易系统收到一个定单，它可以搜索Island和Instinet的定单簿，看能不能进行更好的匹配。但是还有一个问题，如果做市商和其他市场想进入电子交易系统，首先就必须支付一定的费用，如果这个费用不断攀升（事实上，它一直在攀升），各市场的竞争和协作将会受到影响。

2001年年底，各个交易所、电子交易系统以及华尔街券商都在努力进行这方面的工作。经济萧条和“9・11”事件暂时减缓了纽约证券交易所进行改革的压力。但是毫无疑问，市场改革已经迫在眉睫。我认为最后并不能形成一个单一的、垄断的市场，而是各个市场与电子网络联为一体，在网络中针对投资者定单和上市承销业务展开竞争。那些不仅能以最快的速度而且能以最低的成本履行定单的市场，将具有竞争优势。

尽管中间商的数量在减少，但他们仍然占有一席之地。纽约证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所交易厅不会消失，但是它们的业务将会越来越少，尤其是特种经纪人不能带来更多附加价值的时候。一些股票的成交量越来越少，需要中间商集资来保证股票交易顺利进行。另一方面，共同基金有时需要卖出大量的股票，这也需要中间商的帮忙。但是那些高流动性的股票（每天从买卖这些股票的交易中就可以获利），不需要交易员，也不需要支付这样的中介费。

投资者应该如何做

作为一个个人投资者，你可能认为这些对你不重要，但是这样想并不对。一旦投资者明白了市场结构，就有可能更好地指导经纪人将你的定单发送到能提供更好的流动性、更快的撮合速度以及更低的交易成本的市场。但是投资者究竟该如何做呢?

新的证券交易委员会法规要求所有的市场和经纪人在网上公布他们是如何履行客户定单的，这些信息最利于个人投资者了解他们的定单如何履行以及以履行成本是多少。来自于各市场（包括纽约证券交易所的场内特种经纪人、纳斯达克做市商和电子交易系统）的数据，能够显示那一市场的平均价差、定单撮合速度投资者的成交价是否改进和未能撮合的定单数量。每个市场每月都必须披露这方面的信息。这些信息能够帮助投资者选择更加适合自己的市场。通过这些数据，经纪人和市场能够知道他们的排名以及各自的竞争优势。如果投资者对哪种股票感兴趣，也可以通过这些信息来比较上个月各市场该股票买价和卖价的价差。

通过比较各市场提供的报告，投资者可以看到哪个市场履行定单的速度最快，哪个市场为了得到更多的利润推迟履行定单。比方说，假如你想购买2 000股美国家得宝公司（Home Depot）的股票并发出买进定单。那时候最优的报价是35.10美元。但是接受你定单的做市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商认为该股票价格会上升，所以它推迟20秒执行你的定单，果然，股价上升到35.20美元，然后它才执行你的定单。这样做市商轻轻松松就得到了200美元（0.10美元×2 000股）。

通过券商每季度提供的数据，投资者还可以知道发送到每个市场的定单比率。券商还须披露它们是否和这些市场有经济上的联系，它们是否通过将定单发给它们下面附属的做市商，而使定单内部运作。券商可以在它们的网站上公布这些数据。

要让经纪人知道你希望定单得到最佳成交原则。记住，这是经纪人的法定责任，而不只是一个崇高的目标。问问你的经纪人准备把你的定单发送到哪个市场，原因何在，以确保它是以成本最小化的原则寻找合适的交易所和电子交易系统来实现你利益最大化的目标。一定要向你的经纪人索取定制的报告从而了解你的定单发到何处，是否得到了最优价格，以及履行定单所花费的时间，经纪人是向你收取一定佣金的，一定要让这笔佣金花得物有所值。

投资者买卖股票时，最好使用限价定单（明确规定只有在特定价格或更好的价格进行交易的定单），而不要使用市价定单（没有规定特定的价格，只要求按照现行市场上最优的价格进行交易的定单）。使用限价定单，即使在下单与成交时间内价格发生了很大的波动，你也不会遭到太大的损失。

同时应该记住，使用限价定单虽然可避免让你购买股票多付出高于预期的钱，也可能导致你的定单无法成交。纳斯达克和电子交易系统屏幕上的报价是非常有诱惑力的，但是能够交易的股票数量却是有限的。一定要在希望得到的定单价格和交易的股票数量之间做出一个权衡。如果你特别想买入这些股票，就该以高于限价定单的价位下单，你成交的机会就会很大。

如果投资者追求快的交易速度，可能就会放弃更好的价格机会。许多经纪人认为如果他们以最快的速度或者在15秒内执行了定单，就完成了最佳成交的任务。例如，Island电子交易平台规定如果经纪人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在60秒内无法执行定单的话就不收取佣金。如果投资者想等待更好的价格，就不要追求快的交易速度。一定要使经纪人明白你更看重的是什么——更好的价格还是更快的交易速度。一定要求经纪人解释他在分析有关定单执行数据以后选择某一家特定的市场进行交易的原因。

电子交易系统提供最快的执行速度（因为没有中间商的参与），但是它收取佣金而且相对于那些场内交易所，它交易的许多股票流动性较差。如果你想通过电子交易系统来执行你的定单，就选择像Archipelago这样的交易系统，在Archipelago平台上，如果定单没有得到撮合，它会将定单发送到另一个市场。而Island却没有这个功能。

如果投资者迫切想知道自己的定单是如何执行的，就必须监督这笔交易。有的经纪人会向顾客提供与每笔成功交易相关的流动报价，在这些报价中，投资者会看到自己的定单，观察它们是如何成交的。

由于使用了小数制，定单转介费减少了。但是一定要问清楚经纪人有没有因为得到了报酬或者其他方面的原因，将定单转介给特定市场，如果有的话，你要他说明为何这个市场优于别的交易市场。你可以质问经纪人为何没有将全部转介费或部分转介费退还给你，最起码的，你有权要求经纪人在获得定单转介费的时候，努力为你的限价定单争取一个更好的价格，以使转介费花得值得，毕竟，这项回扣本来就是你的钱。

最后，如果投资者认为定单没有得到最优成交，可以和券商的客服部联系并申诉，如果没有得到满意的答复，一定要让客服代表知道你一直关注着这项交易流程，让他明白尽可能为客户提供最好成交是券商的法定责任。

现在，我简单地向你介绍了美国股票市场的一些基本结构，可能投资者以前并没有在意。放松一下，你不必要成为这方面的专家也能买卖。不过，这些知识能够帮助你了解幕后的玩家是谁，他们的动机是什么，你怎样施加压力才能使你的利益得到优先考虑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章
公司治理和诱惑力文化

自从1984年我有了第一台麦金托什机，我就被苹果电脑深深地吸引了。我现在有6台麦金托什机和一部iPod数码音乐播放器，偶尔我也参加麦金托什机用户的大会。我想我可以称做是苹果电脑的发烧友了。2001年2月我从证券交易委员会离任时，苹果总裁史蒂夫·乔布斯（Steve Jobs）邀请我加入该公司的董事会，投资者可以想像我当时感到多么欣喜。至少，我从未想到过他会邀请我。

2001年1月中旬，我飞往圣何塞（San Jose）与乔布斯共进早餐。然后我们去了苹果总部，他把我介绍给公司的管理团队。在一连串的部门经理会议后，财务总监佛瑞德·安德森（Fred Anderson）向我大概介绍了公司的财务状况，以及各种董事会成员的职责和接下来一段时间的会议安排。离开时，我给了安德森最近写的一份关于公司治理的演讲稿。我想它可能对第二年公司的董事会议程有用。第二天我作为苹果的客人参加了在旧金山举行的年度《麦克世界》（*Macworld*）大会，乔布斯和他的摇滚歌星一起为苹果的新产品揭幕。在我离开的时候，我已经把自己当做苹果大家庭的一分子，并且热切地期待我的第一次董事会会议。

但是事情和我所想的并不一样。就在第二天，乔布斯把我给辞退了。“亚瑟，我想你不一定对加入我们公司感到高兴，我认为最好还是不邀请你为我公司董事，”他在电话里说，“我看了你的演讲稿，坦诚地讲，你所提到的一些观点，可能对一些公司很适合，但是我认为它并不适用于苹果的文化。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不知所措。演讲稿里哪些激进的观点让他有了这种想法？其实是因为苹果公司的董事会在一些方面没有达到我所看重的公司治理的标准。举个例子来说，它没有独立的薪酬委员会（现在有了）。所有高级主管的薪酬问题都提交到整个董事会，在那里，这些问题几乎没有受到重视，或者不像在独立董事委员会那里一样给予客观的认识。甲骨文公司（Oracle）的一个董事拉里·艾利森（乔布斯的亲密朋友）在1997年被邀请加入董事会，尽管他事先已经说明大部分的会议都不能参加。从加入董事会后，他出席会议的次数几乎不到苹果公司正式董事会会议的一半，这是一个极糟的记录。

苹果公司审计委员会的成员之一杰罗姆·约克，同时也是Micro Warehouse的首席执行官，他的公司在2001年为苹果公司销售了价值达1.5亿美元的产品，那年苹果公司总的销售额为54亿美元。约克在苹果公司董事会里有着举足轻重的地位，他曾经担任过IBM和克莱斯勒（Chrysler）的财务总监，当他1997年加入苹果公司董事会时，他并没有涉足Mac机的销售，但是当他成为苹果公司产品的主要经销商时，这就意味着他不能再成为一个独立董事成员。因为纳斯达克规定审计委员会的委员必须都是独立的，但他却仍然是苹果公司审计委员会的三位负责人之一，苹果公司之所以这样做，实际是利用了纳斯达克规则中的一个漏洞——纳斯达克规定“在一些特殊及少数情况下”，审计委员会委员可以是非独立的。如果一个公司遇到特殊情况，需聘请一个非独立人士为审计委员会委员时，它必须在股东委托书中说明为什么这样做会符合公司和股东的最佳利益。苹果公司的解释是什么呢？在它的股东委托书中，它只是说，考虑到约克在会计和财务方面具有专长，董事会认定约克任职于审计委员会，符合公司和股东的最佳利益。

但是在我看来，苹果公司的董事会存在很多问题，苹果公司审计委员会的主席是Intuit前首席执行官比尔·坎贝尔。坎贝尔不仅是苹果公司以前的市场和销售总监，而且他离开苹果公司后建立的Claris Corp软件公司在1990年被苹果公司收购。根据最近的股票交易上市规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定，坎贝尔符合做独立董事的资格，因为他离开苹果公司已经超过三年。但是不管一个董事如何尽职，他也很难将忠诚从以往的同事转向股东，更难的是他不会对接管自己公司的接管者持有感恩之情。坎贝尔、约克以及美国生物技术公司Genentech的首席执行官阿瑟·莱文森（Arthur Levinson）共同组成了苹果公司的审计委员会，他们同时也是苹果公司薪酬委员会的委员。公司治理方面的专家一致认为这两个机构应该分开进行管理。

如果苹果公司的董事会不是只有6个人（其中一个人是乔布斯），那么所有的问题都不再是问题。由于艾利森几乎缺席一半会议，所以只有4个外部董事能如期出席董事会议。而这其中还有一个董事明显不是独立的，另外一个董事的独立性也具有争议。Gap服饰公司的首席执行官米基·德勒克斯勒，也是6个董事会成员之一，直到2002年5月才宣布辞职。但是乔布斯也是Gap公司董事会的成员，这被称为是企业间互兼董事。这种控制方式一直是公司治理理论所不赞同的。董事会成员对一个恰好在自己公司董事会任职的首席执行官可能提出质疑吗?

和其他的许多首席执行官一样，乔布斯亲自挑选董事会成员。他的董事会成员都在美国公司中身居要职、完全具有董事资格。但是很明显，苹果公司董事会的结构安排无法使董事独立于首席执行官。显然，我的那份演讲稿的内容和苹果公司的运作方式是格格不入的。

值得称赞的是，自从1997年乔布斯回到他20年前建立的苹果公司后，扭转了这个公司的困境。通过改革和降低成本，乔布斯又重新树立了公司的形象。现在，不管是从技术的角度还是从审美的角度，苹果公司的生产线都是处于领先水平的。尽管苹果的审计委员会在结构上存在一些问题，苹果公司却从没有重新编制过财务报表，也没有受到过证券交易委员会的审查。

所以问题到底出在哪呢？问题就在于人员较少的、思想偏狭的董事会缺乏外部监督，一旦公司出现问题，这种外部的监管就显得非常必要。特别是当乔布斯这样非常具有领袖魅力的人为公司的首

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

席执行官时，更需要有独立思考能力的董事，这些人不应仅仅只是作为公司管理层的延伸。

乔布斯对此持反对意见也不足为怪。他说，没有薪酬委员会，董事会可以找时间对薪酬问题做出“彻底和热烈的讨论”。尽管艾利森出席董事会议的次数不到一半，乔布斯坚持认为他的朋友做出的非正式的咨询也是非常有价值的，所以他的缺席是可以容忍的。我认为，艾利森更像一个管理咨询顾问而不是独立的监督者。乔布斯同时也认为他的董事会成员拥有丰富的经验、敏锐的判断力和对苹果公司的极大热情。对此我没有异议，但是，如果公司的策略和策略执行出现了问题，在我看来，董事会不会坚决反对乔布斯，更不会要求中途做出更改。

投资者可能会说，对独立董事会的要求仅仅是我一时的热情，但其实我在任职证券交易委员会之前和现在都曾多次谈到这个问题。我认为没有经过董事会激烈的讨论，由首席执行官来做出一些重大的决定是不稳妥的，比如继任者的选择问题，首席执行官本人和管理团队的报酬问题，公司的财务报告是否反映了公司的真正状况等等。我同样也不赞成一些事情在董事会召开前已经被决定，董事们只不过起了橡皮图章的作用而已。许多年前的一些做法在安然事件发生后的环境下已经不再被市场接受。投资者对公司的管理层和董事会失去了信任，公司必须努力的证明他们的董事会正在竭尽所能构建有力的互相制衡机制。首席执行官们应该意识到他们并不拥有他们管理的公司，他们要最终对公司股东负责。在过去的几十年里，大多数董事会已经得到改变很多，并且开始重视它们的工作，但是最近一些公司失败的案例表明，还有许多工作要做。

董事会究竟是什么

董事会由学识渊博、事业成功的人士组成，每年或者每隔几年由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东选举产生，他们的任务就是用他们的公正立场和专业知识向首席执行管和其他高层领导提出建议。董事会必须定期召开会议讨论公司的重大事项，比如公司发展情况，目前管理团队以及它的运作情况，高级主管人员的报酬和公司未来的展望等。董事会最重要的工作就是选出最好的首席执行官。公司董事会应该成立一个由独立董事组成的提名委员会，当首席执行官退休或离职时，考察每个候选人，选出新的首席执行官，并帮助选出新的董事。

当出现问题的时候，董事会有责任在情况失去控制之前（理想的情况是在投资者遭到损失之前）将问题解决。毕竟，一旦破产，股东们的剩余分配权是排在债权人之后的，一般来说都会所剩无几。

在一些规模较大的上市公司，董事会分为内部董事（主要是公司的一些高级主管）和外部董事（包括一些经理人、科学家、教育家和社会领袖）。在一些规模较小的公司，董事会经常包括为公司出资的风险资本家和其他出资人，如当地的银行家。

董事会的日常工作就是代表股东监督管理部门。董事会和管理部门不同，而且他们的责任也不同。管理部门负责公司的日常事务，但是一些重大的事件，如是否并购另一家公司，是否新建一条生产线，都需要董事会的参与和批准。

大部分董事会都被分为几个委员会，各司其责。但是一些部门，比如公司治理委员会就不是必须建立的。证券交易规则规定，公开上市的公司必须建立审计委员会，去监督管理部门制作公司财务报告的方式以及内部工作是否在有条不紊地进行。大部分公司都建立了薪酬委员会，负责决定高级管理人员的薪水和红利。

董事会的位置是举足轻重的，如果投资者认为一个董事的商业兴趣可能会产生利益冲突，就有权（当然也是你的责任）使用你在股东委托书中的否决权，投票反对他。遗憾的是，弹劾一个令人不满意的董事是不容易的。一些大的股东，比如退休基金和共同基金，除非公司股价下跌，否则他们往往会依照管理层之意投票。董事会成员也常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常唱同一个调子，股东要么投所有人的票，要么谁的票都不投。但是，一些积极的股东团体和财经媒体是不赞成这种做法的，认为这只是保护管理层的伎俩越来越多的。公司在年度改选董事时让股东对董事人选进行表决。

投资者应该注意的事项

我认为在决定投资一家公司前，该公司的治理结构是投资者要考虑的重要因素之一。简单地说，公司治理就是指投资者、管理团队和董事会三者之间的关系，它们各自都有不同的权利和义务。当这三者能够公开而又独立交流的时候，我们就说这个公司有一个良好的治理结构。

这并不意味着董事会需要干涉高级经理人所做的每一个决定。当然，董事会应该认真地监督公司的活动，充分利用并发挥董事会中的市场、财务和技术等各个方面的专家的作用。董事会可以在相似问题上提供经验，帮助管理部门解决问题，董事会可以为管理团队的工作锦上添花。

投资者如何区分董事会的好坏呢？外部董事应该不受人际关系和商业利益的影响，这样他对首席执行官的态度就不会有所顾虑，而在考虑和执行一些董事会决定时，就能更好地站在股东的立场上。理想的董事会状态是成员中只有不到一半的人受聘于公司或者和公司有某种联系，否则就无法保证董事会的独立性。我对“独立性”有着最严谨的定义：董事不应该是股东的家族成员、曾在公司任职的雇员、公司律师或投资银行家，或者接受过该公司捐赠的机构代表。他们不应该接受咨询费用或者过高的津贴。所有董事都该持有公司相当的股份。如果做错决策，钱包也会落空。

合理的公司治理结构并不能保证该公司在本行业一定能竞争过其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的公司，但是大量的证据已经表明，合理的公司治理结构有助于改善公司的财务状况。加利福尼亚威尔希尔协会（Wilshire Associates）对62个公司连续5年的公司治理情况做过调查，这些公司都被美国加利福尼亚公务员退休基金（the California Public Employees' Retirement System，简称CalPERS）评为表现不佳者。这些公司在被美国加利福尼亚公务员退休基金评为表现不佳者之前的5年。其股票收益中只有标准普尔500指数收益率的89%，而在之后的5年内，其股票收益率比标准普尔500指数收益率还要高出23%。

但这并不是说如果公司没有标准的董事会就一定不会成功。以沃伦·巴菲特的伯克夏哈撒韦公司为例，它的董事会有7个成员，分别是他的妻子、兄弟、长期的合作伙伴查理·曼哲、他公司旗下一家律师事务所合伙人，以及和该公司一道投资另一家公司的投资人。

当一家公司出现麻烦的时候，这个公司董事会的弊端就会明显地暴露出来。在1998年，证券交易委员会起诉了一家化学公司格雷斯公司（W.R.Grace），这个具有标志性的案例刚好证明了我的观点。当这个公司的利润开始下滑时，公司仍然在和它的首席执行官讨论着退休待遇问题，其中包括给首席执行官提供公司的喷气式飞机和豪华公寓这样的优厚待遇，价值360万美元。格雷斯公司同时也在考虑将一个小的子公司卖给公司前任主席的儿子。

很明显，一个好的公司治理机制是不会允许公司在股价已经开始跌落的时候，仍然只想着给它的前任首席执行官配备私人喷气式飞机的。当然严格地讲，这样做并不违法。格雷斯公司董事会出问题的原因是，未在10-K年度报表和股东委托书里披露这些事实，或者与此相关的问题。尽管董事会的一个成员领头协商了这个退休方案，而另外一个董事知道公司正在就出售子公司的事情进行着谈判，但是他们谁也没有要求格雷斯公司将这些事报告给股东，并且在上交给证券交易委员会的文件中，也没有按照相关法律的要求对这些问题进行充分的讨论和披露。而只是在公司的文件中简单地提到了退休安排，对于出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售子公司的计划却只字未提。

证券交易委员会审理了这个案例后得出结论：格雷斯公司和公司的几个董事都必须承担责任。他们每个人都知道这些事，而且知道这类敏感事宜会引起股东的不满情绪。格雷斯公司在既未承认也未否认罪行的情况下，与证券交易委员会和解，并做了以后再也不会违反证券法的保证。

事后我们清楚地看到，这些事本来可以事先预防的。这意味着董事会必须配备一套有效监督管理部门的机制，但是董事会还不能因此满足。如果他们认定事有蹊跷，就不能不管不顾。只要董事们要求公司做一个完整的信息披露，或者问一个棘手的财务问题，就将有数以千计的股东们从中受益。因此应该有一个鼓励董事积极发表个人观点的氛围，而不是让他们掉进一个只会照章办事的陷阱。

有时候董事会能做出一个明智合理的决定，但是花费的时间却太长。在2001年11月，服装公司沃纳科集团（Warnaco）的董事会解聘了公司首席执行官琳达·瓦赫纳。瓦赫纳长期任职于该公司，在她的管理下，该公司濒于破产的边缘，这个时候她仍然以高达200万美元的年薪外加丰厚的公司股票期权。多年来，董事会一直忍受着瓦赫纳拙劣的管理技能。在瓦赫纳的领导下，沃纳科集团陷人了和公司最大的生产许可商卡尔文·克莱因（Calvin Klein）之间关于违反商标使用的诉讼泥潭之中。还有一点必须提到的是，瓦赫纳将诚信健美公司（Authentic Fitness）拆分出来，并兼任该公司首席执行官。而后她又将这个公司卖给了沃纳科集团，并赚了几百万美元。但是沃纳科集团的股东在这笔交易中却蒙受了损失。从1995年到2001年，沃纳科集团的股价下降了92%，最终2001年6月该公司宣布破产。但即使是这样，董事会直到5个月后才解聘瓦赫纳。

如此失败的公司治理引来众议，要求董事会加强诚信，同时这也引起了一片不小的哗然，因为在公司年度会议上，董事批评管理人员，股东批评董事。例如，股东越来越常使用股东委托书的股东决议，强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迫董事会改革。在股东大会上，由股东投票决定的股东决议必须和公司业务存在一定的逻辑关系。决议不能涉及公司的“普通事务”，或者是公司的日常事务，但如果一个公司想以“普通事务”为由驳回一份决议，也必须通知证券交易委员会，由证券交易委员会做最后的决定。

要想提交一份股东提议，股东在上一年就必须拥有公司价值2 000美元的股票。如果一项提议没有被通过，还想在第二年的股东大会上再次被提请表决，就必须至少得到股东3%的赞成票。投资者可以在证券交易委员会的网站（www.sec.gov）上看到更多的关于股东提议的信息。

“股东提议”一直是热衷公司治理结构的人特别喜爱的工具。每年养老基金、共同基金、劳工联会、社会活动家职业股东及一般投资者，都会提出上百次的股东提议推进他们心目中良好的公司治理结构。安然事件以后，审计师的独立性成为普遍关注的话题。让我们来看看在2002年2月迪士尼公司的股东大会上，关于审计师的独立性问题是如何解决的。一个由工会所有的共同基金通过一项股东决议，要求迪士尼公司终止和普华永道会计师事务所（该公司的审计师）的询咨合同。迪士尼公司在这项合同中深受损失：2001年迪士尼公司共支付普华永道700万美元的审计费用，公司要以四倍于审计费的钱支付普华永道的其他服务，如财务系统设计与税前准备服务。

迪士尼高层管理人员反对将这项决议列入它的股东委托书中。他们要求证券交易委员会撤销这项决议，因为该决议是有关“普遍事务”的，所以违反了证券交易委员会的条例。但是证券交易委员会驳回了它的请求，同时允许这项提议在股东大会上表决。在会议召开的前几个星期，迪士尼公司的首席执行官迈克尔·埃斯纳也改变了主意，或者是想避免一些尴尬的损失，他提前对外宣布不再接受普华永道的咨询服务，但是为时已晚，这项提议仍被纳入了委托书，并且得到了43%的赞成票——虽然还不足以形成对迪士尼强有力的约束。但起码显示了股东的决心。很少有提议在第一次表决时就得到超过20%的赞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成票。

股东们的另外一个疑虑就是股票期权作为员工报酬的过度使用。最开始，使用股票期权是为了挽留和奖励一些杰出员工，现在这种方式已成惯例。网络公司的高层在20世纪90年代从股票期权中获得了暴利。思科公司的首席执行官约翰·钱伯（John Chamber），在2000年除了得到1.5亿美元的年薪外，还收到了130万美元的红利。

但是和史蒂夫·乔布斯在2000年得到的红利和从股票期权中得到的收益相比，这根本算不了什么。苹果公司赠给乔布斯价值2 000万股的股票，如果在未来的10年里，公司股价每年上涨5%，这些股票将升值到5.5亿美元。同时董事会还同意公司花费9 000万美元给乔布斯购买一架美国湾流V型商务喷气机。第二年苹果公司股票下跌，乔布斯的股票期权缩水即期权行使价格[①]高于目前的市场价格，董事会按照大大低于行权价格（Exerciseprice）的价格给予了乔布斯750万美元的股票期权。这时候苹果公司的股价比其他计算机硬件公司的股价低28%——给予乔布斯的股票期权几乎就是白送。当董事会重新给股票期权定价（就如苹果公司所做的一样）以更低的价格发行股票期权时，股票期权激励经理人员努力工作的作用就打了折扣。董事会的行动实际发出了一个明显的信号，就是管理层不需要为经营成果承担责任。

养老基金和其他的一些机构投资者对股票期权的滥用感到不满，正在通过委托代理制度改变这一情况。当董事会批准发放股票期权时，公司通常必须发行新的股票，这时在外流通的股票就会增加或稀释。这也就意味着每发行一次股票期权，投资者的股票就会贬值一次。一些学术研究已经开始质疑股票期权在保留与激励人才方面究竟有多大的作用，股东决议中也开始涉及这方面的问题。股东们开始提议在公司发放股票期权或者当股价下跌重新确定股票期权行权价格的时候，必须征求他们的同意。许多投资者都明确反对发行新的股票期权。2000年，根据设于华盛顿的投资人责任研究中心关于公司治理结构的

① 指事先约定的价格。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调查报告表明，22%的股东投票反对股票期权计划。

近来，董事会上拍肩搭背、云山雾障、称兄道弟的情形已不多见了，很大程度上是由于这些年一系列的公司先后垮台，并引起了人们的普遍关注。第一例公司破产引发的灾难给人们带来了巨大震惊。1968年，纽约中央铁路公司（New York Central）和宾夕法尼亚铁路公司（Pennsylvania Railroad）合并成立了宾州中央公司（Penn Central）。新的宾州中央公司就像一艘公司版的泰坦尼克号，由于船长——董事们的大意，撞上了冰山。实际上，它比泰坦尼克号的情况更糟，因为宾州中央公司的船长们及时登上了救生船，任由其他人葬身海底。当公司债台高筑、公司资产大幅缩水的时候，宾州中央公司的董事们仍然忙着塞自己的腰包，并批准发放1亿美元的红利。1970年，当这家美国规模最大的公司之一宣布破产的时候，所有的与之相关的人和事都受到了牵连。

像这样的董事会不止宾州中央公司一家。那时哈佛商学院做过一些研究，得出的结论是现代公司的董事会都没有很好地行使监督首席执行官的职责。一位顾问公司的资深合伙人做了同样的研究后，在一篇调查报告中提到：据他所知，没有一个董事会真正研究过公司的经营策略，而且为公司所做的一切完全承担责任。记住这个词"承担责任"，董事会成员的责任就是要监督经理人员并且要为自己的决定负责。宾州中央公司和许多其他公司的董事会都没有做到这一点。

慢慢地，股东们意识到他们必须有所行动。从20世纪70年代到80年代，宗教活动家、政治团体开始利用在公司年会上通过股东提议，谴责公司投资于实施种族隔离改革的南非以及投资于烟草和武器制造行业。股东也开始运用20世纪30年代起生效的联邦证券法来支持他们进行的有关公司治理结构的斗争。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司突袭者与毒丸术

公司治理真正兴起是在20世纪80年代，当时公司突袭者[①]和杠杆收购者对处于困境当中的公司展开了公司控制权的争夺，许多公司为了防止被收购，制定了诸如特定投票机制和毒丸术[②]（poison pills）的保护措施。例如，当出现不受欢迎的收购者时，特定投票机制通过提供给管理层特级投票权来阻止敌意收购。毒丸术稍有不同，它授予现在的股东（而不是不受欢迎的收购者）以较大的折扣购买额外股票的权利，以此来稀释任何潜在收购者的股权，为其控制公司的努力设置障碍。但是，这些保护措施并非有利于股东的，它保护的是当前的管理层（即使他们的工作很拙劣）。这些政策稀释了股东的股权并且剥夺了他们对公司事务发表有效意见的权利。而且这些政策也剥夺了投资者在市场上购买这些股票的权利，以及投资者在市场上转让股票可能得到的溢价收入。

许多法庭大战都是由毒丸术和其他反收购措施而引起的。公司突袭者的时代震动了许多自满的管理团队和公司董事会，它们经常在这些戏剧性的法律事件中遭受打击。华尔街公司中的兼并收购部门比它们的经纪部门有了更高的利润。总的来说，20世纪80年代是公司治理的“利弊参半”时期，哥伦比亚大学证券法教授哈维·戈德施米特（Harvey Goldschmid）说，“公司管理层维护股东利益的压力与日俱增，因为如果股票价格太低，公司突袭者就会出现，而另一方面，也有许多来路不明的资金出没，还有许多可疑人物，他们的动机也很值得可疑。”哈维·戈德施米特后来成为证券交易委员会的高级法律顾问。

---

① 公司突袭者又称公司掠夺者，是那些趁公司股票下跌，大量收购其股票，以达接收公司目的的人。——译者注

② 毒丸术指公司的管理当局为了使潜在收购者丧失实行购并公司的兴趣，所主动采取的一些危害公司本身的行动。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司突袭者，诸如卡尔·伊坎（Carl Icahn），T·布恩·皮肯（T.Boone Pickens）和索尔·斯坦伯格（Saul Steinberg）这样的人物，不仅驱逐经理离开舒适的办公室，而且带来许多痛苦。许多被兼并的公司被拆分成块出售，成千上万的人失业，供应商和客户的关系破裂，公司所在地也不得安宁。

公司突袭者运动促使公司治理专家寻求更好的办法来提高公司绩效，并且不至于引起太大的混乱。戈德施米特和其他人强调要激励公司董事，把他们的忠诚从管理层转移到股东身上。这就应运而生了一个新的强大的特殊利益团体：积极参与型股东。机构养老基金开始利用它们的高杠杆压迫公司放弃毒丸术并采取其他措施提高绩效。最积极的基金当属美国教师退休基金会（美国最大的私人养老基金）和加利福尼亚公务员退休基金（CalPERS，美国最大的公共养老基金），它们代表全美的教师和州雇员共同管理着数千亿美元的退休和储蓄基金。这些养老基金被授予很大的权利，它们很快认识到自己有能力改变公司不利于投资者利益的行为。

半睡半醒的董事会

20世纪90年代，董事会应该独立并积极地管理投资者钱财这一观点才真正占了上风。一些商业媒体也开始以一种很不留情面的方式揭露公司董事会的内幕。1993年，就在我要加入证券交易委员会之前，证券交易委员会正要求公司必须向公众更多地公布经理人薪酬方案的信息。证券交易委员会同时也放松了股东委托体系的规则，以方便股东之间的交流。公司要通过一定程序向股东们汇报过去一年公司的运行情况，并由股东批准诸如有关更改公司部分规章制度、提名董事会候选人以及其他方面的提议。

所有的这些信息都必须写在股东委托书中，这是公司每年都要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向股东发放的重要文件。相比于其他文件，委托书能更好地揭示公司内部的运行情况。各个董事会成员的名字连同他们的简单自我介绍都包括在委托书中。另外，委托书里还记录了一些别的基本情况，如各个董事分别服务于哪个部门，是薪酬委员会还是审计委员会，他们的股东会议出席率是否达到了75%。同时，委托书还必须说明经理人员是否和审计委员会的董事一起审阅了公司的财务报告。而且，委托书里必须讨论公司股票在过去5年中的市表现，并将股价和其他相关指数（如标准普尔500指数）做比较。委托书还必须公布5位公司最高主管的薪酬，必须详细地解释任何一个将由股东大会投票表决的提议。委托书要备有选票，以便股东不能亲自参加股东大会也能投票。

总而言之，公司治理在20世纪80年代到90年代经历了翻天覆地的变化。董事们知道股东实际上可以联合起来反对不尽职的首席执行官的去留，而且通常来说董事会都是竭力维护公司首席执行官，他们必须抢在股东前采取行动。所以，一些公司的董事会突然解聘任职已久的首席执行官。IBM的主席约翰·埃克斯（John Akers），西屋电子公司的主席保罗·莱格（Paul Lego），通用汽车主席罗伯特·斯坦普尔（Robert Stempel），相继在一连串的“董事会政变”中被解聘。那个时候，这三家公司都处于亏损的状态。

1993年2月，美国运通公司（American Express，AmEx）董事会强行解聘了公司首席执行官詹姆斯·罗宾森（James Robinson Ⅲ），这在当时震惊了整个美国企业界。罗宾森连续15年担任该公司的主席和首席执行官，在他任职期间，公司17个外部董事中有15个是他选的，其中包括他的私人密友——前国务卿亨利·基辛格；联合太平洋公司（同时罗宾森也是该公司董事会的成员）的首席执行官，德鲁·刘易斯（Drew Lewis）；大牌律师弗农·乔丹（Vernon Jordan，他同时也在其他9个公司的董事会兼职）。这些人和美国运通公司的关系可能会与他们股东利益维护者的身份发生冲突。比方说，罗宾森向乔丹的法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

律公司支付律师费，基辛格的国际咨询公司还在国外事务上给罗宾森和旗下的一家证券公司希尔森雷曼兄弟公司（Shearson Lehman Brother）在涉外事务方面提供咨询服务，每年收取咨询费35万美元。德鲁·刘易斯不仅曾经负责过美国运通公司的有线电视业务，而且那时他还聘用了罗宾森的妻子。美国运通公司曾经投资100万美元和刘易斯的儿子建立了合作伙伴关系（刘易斯的儿子为大股东）。在联合太平洋公司，罗宾森还是刘易斯的薪酬委员会成员，帮助决定刘易斯的薪酬。一个董事怎么可能反对决定他薪水的人呢？锦上添花的是，所有美国运通公司的董事为公司服务5年后，就可以获得退休和人身保险福利。这一董事会成了诱惑力文化的化身。

在罗宾森任职期间，由于公司战略出现许多重大失误，美国运通公司的财务状况不断恶化。罗宾森先后打算将美国运通和迪士尼、每月一书俱乐部（the Book-of-the-Month Club）以及麦格劳-希尔公司（McGraw-Hill）合并，但都没有成功。在电缆类公司股票大涨的时候，他廉价卖出了一些公司，其中包括有线电视业务。1989年，美国运通公司向国际银行家埃德蒙·萨夫拉（Edmond Safra）公开道歉，同时向他指定的慈善机构捐款800万美元，因为当萨夫拉准备建立一家银行和美国运通公司竞争时，美国运通公司涉嫌用卑鄙的手段诽谤萨夫拉。在罗宾森任职期间，美国运通的股东大约损失了40亿美元。

美国运通董事会对股东的抗议开始置若罔闻，直到董事会里一小部分不同政见者要求罗宾森下台。罗宾森最终同意辞去首席执行官的职务，但是他并不想辞去所有的职务。他试图控制董事长办公室——这是过去一些首席执行官为了挽回颜面常用的做法。但是这次不行了。机构投资者，甚至于罗宾森自己管理的团队成员都表示反对。董事会不得不解除罗宾森的所有职务。董事会变得更加警醒，从此进入了一个新的时代。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯普林特股票期权的争议

长途无线电话通信公司斯普林特的管理层发给自己数百万美元的股票期权，公司股东通过股东程序来表示他们反对这一行为。在1997年，斯普林特的股东通过了一项股票期权计划。如果公司转手的话，该计划允许公司管理层兑现他们的股票期权，所得收益当做遣散费。然而，斯普林特公司的董事会不动声色地就在第二年修改了该计划，即一旦股东赞成合并，而非待公司合并实际完成，公司管理层就可以行使股票期权。公司向证券交易委员会报告了这一看上去似乎是微小的变化，但是很少有人注意到。现在向前推进到2000年——斯普林特公司股东同意与电信竞争对手世界通信公司合并，但是几个月后，美国司法部和欧洲的监管当局以反垄断为由否绝了这项议案。斯普林特公司的股票价格从4月份的每股61.50美元，猛烈下滑到12月的每股25美元。问题的关键在于，尽管与世界通信公司的合并计划取消了，董事会还是修正了公司政策，同意经理人员立即授权执行10亿美元的斯普林特股票期权。许多高级经理人利用这个漏洞兑现了他们股票期权，然后从公司辞职了。

愤怒的股东通过起诉来反抗。他们指控斯普林特董事会和董事长兼首席执行官威廉·埃斯雷（William Esrey）违反了他们对股东的义务并且不法地中饱私囊。然而，埃斯雷并没有兑现他价值4亿美元的股票期权，为此董事会又授予他300多万美元斯普林特股票期权及无线部门的跟踪股票①（SprintPCS）想借此不让埃斯雷兑现他的股票期权。

2000年10月，斯普林特董事会又通过了一项计划，这一计划

① 跟踪股票是指将一种股票的现金流与某一集团公司下属特定业务实体或特定部门的经营业绩挂起钩来，因此与该业务实体相关的收益和风险就转移给了投资人。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对遭受损失的股东们来说，无异于是雪上加霜。该计划允许数以千计的员工将他们的已被稀释的期权还给公司，仅仅是为了公司能在六个月零一天后重新发行这些股票。通过这种做法，斯普林特帮助员工走出了困境。员工的期权原来平均价格为每股59美元，现在，其价值已所剩无几。这个"六个月零一天"的策略也让斯普林特绕开了一项会计规则，如果在过去六个月的任何时间里公司有股票期权存在的话，就需要把重新作价的期权作为费用列支。自从斯普林特实行了人为的重新定价计划后，许多其他公司开始效仿"六个月零一天"的方案。在所有这些公司里，员工们都因此有了一种动机，将执行股价保持得越低越好，但是这样做和股东利益是背道而驰的。为什么会这样呢？因为当期权在六个月内返回到他们手里时，这些股票就会有一个尽可能低的行权价格，这是有利于员工的。

所以，斯普林特的股东们很不高兴也就不足为奇了。为了表达他们的不满，在2001年斯普林特的年度会议上，他们提出了两个决议。第一个是由纽约联合银行（工会养老基金，斯普林特60万股票的托管人）提出的，该决议呼吁斯普林特今后任何遣散协议必须通过股东同意，例如，允许斯普林特经理人员提早兑现期权的协议。这一决议赢得了48%的支持率。另一个决议是由纽约退休基金会和国际电气工人工会提出的，决议呼吁董事会如果事先没有经过大多数股东同意，不得对股票期权重新定价（终止或者重新许可），这项决议获得了36%的支持率。虽然大多数股东议案在提出的第一年未被通过，但在以后几年连续提请表决时能获得更多的赞成票。至少那是斯普林特公司提出该议案的股东所希望看到的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支持审计委员会

尽管许多董事会得到了不断的改善，但涉及虚夸收入和会计欺诈的丑闻在20世纪90年代末却还是纷至沓来，例如，Waste Management公司、Sunbeam公司和Cendant公司的案例。一些公司的管理人员甚至被指控为诈骗。公司公布收入的方式存在问题，自然而然就需要董事会给出合理的解释。

不用做太多的调查就能发现许多董事会在监管方面存在疏忽，尤其是它最重要的一个委员会——审计委员会。这些委员会里的许多董事都与公司管理层有联系，例如，他们之间会签订咨询合同。还有一些审计委员会的董事看不懂资产负债表，但如果审计委员会的成员不知道怎样提出适当的问题，那他们又怎么发现问题所在呢？大多数委员会很少与外部的审计员联系，如果他们这样做了，首席执行官或者其他经理人通常在场，阻止他们做任何追根究底的调查。我强烈感觉到审计委员会需要重整。这些委员会不仅应对审计员提出关于公司财务报告可接受性的问题，而且也应就报告质量提出问题。这就意味着董事要随时准备好提问简单但有时却会令人不安的问题，比如董事必须问审计员，按照最佳作业标准，管理层对特定会计准则的运用是大胆的还是保守的。董事不仅必须了解财务报告的质量，而且应该了解信息披露规则，如果他们认为这些操作不符合投资者的要求，就要对其施加影响。

1998年夏天，证券交易委员会的高级工作人员召开会议决定为了终止操纵收入这一现状，证券交易委员会能采取的最有效的措施之一，就是改革审计委员会。这位工作人员认为审计委员会的成员至少应该能够读懂财务方面的文献，具有独立性，并能以创建的方式向管理层挑战。

我们认为新规则如果能够由民间提出，并且证券交易所能将其列入上市要求中加以强制实施的话，它就会得到更加广泛的认同，这比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券交易委员会自己颁布这项决定的效果要好。所以，1998年9月，我在纽约大学的斯特恩商学院做了一次演讲，题目叫“数字游戏”。这次演讲使所有正在酝酿中的事情都提上了日程。我提倡建立一个“蓝带委员会”（由各界精英组成）来评估公司审计委员会的效率，并且改变股票上市要求。

“数字游戏”的演讲引起了一场来自美国企业高级主管的批评风暴——迪士尼总裁艾斯纳的电话和IBM总裁卢·郭士纳的一封信，都说我受到误导；我从前的商业伙伴，桑迪·韦尔，现任花旗集团的总裁，也在商务圆桌会议上使我陷入困境。商务圆桌是一个由美国顶级公司领导人组成的贸易协会。然而，我发现他们的论点是没有说服力的。首先，我不能确定成立蓝带委员会的想法是否可行，所以我要求在商务圆桌会议上发言，我的目的是向他们说明审计委员会已经变成了一只纸老虎，警告他们资本市场已经对公司财务报告失去了信心。我以为这个精锐团队会对我的想法只会投以冷淡的目光，毕竟，我这是在攻击他们的董事会。但是不久之后，我得知一半以上的成员赞同我的建议，或许是他们也认识到，只有强势而又独立的董事会才能激发投资者的信心。那个时候，我知道我的开始有了初步的成功。

证券交易委员会开始着手让迪克·格拉索和弗兰克·萨博加入到这个小组的工作中。他们两人分别是纽约证券交易所和全美证券交易商协会的主席，也就是纳斯达克的监管人。经过一番开导，他们同意发起建立这个组织。蓝带委员会要想成功，必须由受人尊重的专业人士组成，也就是那些可为投资者所影响的人。因此，我邀请了菲利普·拉斯卡维和詹姆斯·施克罗，他们俩分别是安永会计师事务所和普华永道国际会计师事务所的总裁。如果说我希望对某个行业有所变革的话，那么这个行业一定是会计业，所以当他们同意加入时我非常高兴。这个团队的领导有：管理专家及Weil Gotshal & Manges律师事务所的高级合伙人艾拉·米尔斯坦，还有高盛投资银行已退休的副主席约翰·怀特赫德。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过三个月的商议，蓝带委员会建议审计委员会应该完全由独立董事组成；同时也指出审计委员会必须由至少三个人组成，他们都应该能够读懂财务方面的资料，其中一位在会计和财务方面必须具有专长。蓝带委员会也迫切要求审计委员会有一份正式的书面章程来说明他们的工作目标。蓝带委员会建议，外部的审计员应该对董事会和审计委员会负责，并由董事会和审计委员会决定更换他们。股东签署的委托书中必须有一部分说明审计委员会是否阅读过公司的财务报告以及对其他关键事项的了解情况，例如，外部审计员的独立性。委员会应该注意财务报告上的数字更应该分析其质量。比如，委员会应该问及公司是否有违会计法则的精神，即使公司在技术操作上可能并没有违规。这些都是很大胆的设想。

1999年12月14日，股票交易所基本上原封不动地采用了蓝带委员会的建议。我相信蓝带委员会做了比我们在证券交易委员会做的多得多的工作来改变公司治理文化，我们看到监管的责任转移到了审计委员会。今天，大多数审计委员会有了一批具有财务经验的成员，他们会提问一些机智的、一针见血的问题。他们不必是注册会计师，但是他们有足够多的知识来发现问题所在。《CFO》杂志2001年7月刊登的研究表明，审计委员会一年中举行的会议次数平均为4.6次，比1998年的平均3.5次有所增长。1998年28%的公司审计委员会至少有一个不独立的董事，这个比率到2001年下降到13%。

到2002年，这个比率应该为零，因为从2001年6月起，要求所有审计委员会成员必须是完全独立的规定开始生效。证券交易所也制定了许多公司必须遵守的公司治理规则，但是对于这一规则的实施却并不像它的公共关系文化所暗示的那么强硬。例如，上市标准允许公司审计委员会有一个非独立成员，“在例外和少数的情况下，如果董事会认为这样做可以使公司和股东得到最优利益”，然后只要在公司第二年的股东委托书中说明理由就可以了。所有公司需要做的，只是声明保留一个特别的非独立审计员，“是为了公司和股东的最优利益”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所通常默许不可规之举。正如你所看到的，严格的新上市标准和它们的执行主体都是好的，但是纳斯达克和纽约证券交易所存在根本的利益冲突，它们与对方进行着残酷的竞争，同时也与海外交易所竞争公司挂牌和挂牌带来的收益，它们不愿意告诉公司要么遵守规定要么离开。事实上，交易所必须禁止那些没有达到公司治理最低标准的公司上市，因为我们今天需要严格执法和更为严格的规则。由于安然/安达信国际会计公司和其他公司因为违规的会计操作而倒闭并由此导致了严重的信任危机，2002年中期，为了挽回局面，证券交易所提出新的规则向外界征求意见，这一举措比以前的所有举措都更具意义。

当我在证券交易委员会的任期结束以后，我被数家公司邀请为董事，目前我担任布隆伯格资讯（Bloomberg L.P.）、纽约州布法罗市区域性银行控股集团M&T银行、基金管理公司Neuberger Berman、美国调查服务公司（U.S.Investigation Services）的董事。在这些公司里，我非常认真地对待自己在公司治理方面的责任。

如何确定一个公司是否有好的公司治理

投资的时候，投资者应当仔细留意将要投资的那家公司的公司治理结构。但是，如何知道公司在按照我所说的那样做呢？

做到这一点比投资者想像的要容易得多，关于董事会的重要信息，都会在年度代理委托书里列出。这个文件必须邮给现有的每位股东。它会告诉投资者哪些议题必须经过投资者的同意，比如董事会的人员构成，它也会指导投资者如何使用表决权。

投资者可能认为这并不重要，但实际上，这是很重要的。众多投资者联合起来反对公司的某些决定，这是非常有影响力的。我认为，作为公司的股东，你有责任就公司的一些活动发表自己的意见，不管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是赞成还是反对。就像民主制度，只有当你使用手中的表决权时，公司治理的作用才表现出来。

投资者也可能认为，作为个人投资者，对改变公司治理结构无能为力，但是别忘了，你有强大的同盟军，即作为机构投资者的大型养老基金和共同基金，它们代表成千上万的通过公司养老金和401（k）退休账户投资于基金的人进行集合投票。虽然并不是所有的机构投资者都关心公司的治理结构，但其中一些规模较大的机构却很热衷于此，并已经显示出巨大的力量。这些机构当中，除了美国教师退休基金会和加利福尼亚公务员退休基金，最积极的还有美国劳工联盟及产业工会联合会（AFL-CIO）的投资部门，该投资部门负责对联盟养老基金投资的4 500亿美元制定投票准则。对于劳工联盟，除了提高投资回报外，如何处理工人和经理人员的薪水也是关键问题。美国劳工联盟及产业工会联合会经常公开批评许多公司的公司治理举措，并取得了几次胜利，这在当时来说是不可思议的。在2001年，32个劳工组织提出的股东提议，平均取得了34%的支持率，而仅仅10年前，持不同政见的团体一般只能得到1%的支持率。

不同的团体有不同的目标。对于加利福尼亚公务员退休基金来说，提高股东回报，进而提高加利福尼亚州退休者的生活标准，这是最重要的。在1993年，加利福尼亚公务员退休基金开始要求业绩不良的公司改变它们董事会的结构，而且很快又采取了更直接的方式，即解雇拙劣的经理。例如，1992年，它们成功地说服通用汽车的董事会撤换其首席执行官，因为那一年通用汽车损失了70亿美元。借着这一成功，加利福尼亚公务员退休基金提出了一系列治理原则，并要求它投资的200家公司采用相似的标准。这些原则有：大多数董事要来自公司外部，他们必须每年召开三次没有首席执行官参加的会议，董事会必须每年对自己的业绩进行评估，董事必须有机会接触首席执行官之外的高级经理人员。

加利福尼亚公务员退休基金每年都要从它投资的公司当中挑出那些在过去的三年内业绩表现低于市场平均水平的公司。随后加利福尼亚公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务员退休基金的执行经理就要会见这些公司的董事，讨论公司业绩和治理问题。那些治理结构糟糕的公司会进入所谓的加利福尼亚公务员退休基金关注名单，并公布在网站上（www.calpers- governance.org）。

美国教师退休基金会每年在公司治理问题上的支出超过200万美元，它每年整理出一份业绩不良的公司名单，并指出这些公司应如何改变。与加利福尼亚公务员退休基金采取会让业绩不良的公司颜面尽失的策略不同，美国教师退休基金会更喜欢在幕后工作，即谨慎地向公司派出一两名已退休的首席执行官与公司接触，并表达其观点。美国教师退休基金会主席约翰·比格斯（John Biggs）说，大多数变革都是在这种接触中开始的。

好的董事会：透明化是辉瑞公司文化之一

如果投资者想寻找一个公司治理的成功案例，可以看看辉瑞公司（Pfizer），因为它的确推进了这项改革。在1992年，它首次任命一位副总裁专门负责公司的治理结构问题，而且，至今也是少数几个保留这个职位的公司之一。除了一般的审计委员会、薪酬委员会和执行委员会外，它还设立了一个公司治理委员会，同时在公司的股东委托书里对公司治理规则进行了详细的说明。公司并不是一定要这样做。辉瑞公司负责公司治理的副总裁佩吉·佛兰（Peggy Foran）说道“但是辉瑞公司仍在努力做到公开，因为它相信这样可以更好地改善和投资者的关系。”

根据辉瑞公司2001年的股东委托书，公司治理委员会的任务就是“根据董事会的适当规模和需要向董事会提出建议”。跟审计委员会和薪酬委员会一样，公司治理委员会完全由独立董事组成。

辉瑞的股东委托书还有另外一个优点，就是它是用清晰的、最简明的语言表述的。而大部分公司的股东委托书使用令人迷惑的法律措辞，这使许多股东在读完后摸不着头脑，但这却是它们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中意的方式。“透明度是公司文化内容的一部分，”佛兰说道，“即使我是业中人士，许多公司的材料，我也非一眼就能看懂。我们公司喜欢用通俗的浅白英语，我们提供的许多信息是法规并未要求的辉瑞公司总是努力从投资者的角度考虑问题。”

让我们来看一看辉瑞公司的董事会到底是怎样的。在2000年，瑞辉公司的董事会一共召开了12次会议，这是我所建议的最少次数的3倍，值得一提的是，这还是在辉瑞2000年收购了华纳-兰勃特（Warner-Lambert）后，有许多其他重要事务要讨论的情况下开会次数。最近的公司合并解释了为什么它有19个董事，这虽然多于理想的数字，但是考虑到两个公司合并，仍然是可以接受的。在2000年，所有董事的会议出席率（包括整个董事会会议和各部门会议）达75%，这是表明董事会真正重视公司业务和股东利益的另一个标志。仅仅审计委员会就召开了6次会议。审计委员会6个成员中的5个是现任或者前任的首席执行官，这是另外一个好标志，表明它真正地懂得财务数字。

每一个委员会都有它自己的章程，这已经写入了股东委托书（证券交易委员会的规章只要求审计委员这样做），章程明确了每个委员会各自的责任。这是不寻常的，值得投资者仔细阅读，看看一个效忠于股东的董事会应该如何履行它的职责。公司治理委员会明确表明它负责公司领导人的继任人选选拔问题——这对任何公司的董事会来说都是非常重要的议题，但许多公司常常会忽略，等到事情发展到不可挽回的地步，再着手这个问题一切都为时已晚。

辉瑞公司董事的薪酬通过现金和一种限制性股票来支付。我宁愿他们只是领取股票，这样可以将他们和股东的利益更好地联系在一起。和许多公司一样，辉瑞公司不要求它的董事一定要购买公司的股票，但是希望他们拥有相当数量的公司股票。

19个董事会成员中有3个是现任和前任的首席执行官，比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔·斯蒂尔（Bill Steere），前任首席执行官；汉克·麦金内尔（Hank Mckinnell），现任首席执行官；还有约翰·尼布赖克（John Niblack），在紧急的情况下尼布赖克会接替汉克·麦金内尔，所以他一定与辉瑞董事有着合谐的关系。这意味着内部董事只占15%，远远低于22%的平均水平。

辉瑞的董事会广泛地参与公司各方面的事务，它定期去辉瑞公司在世界其他一些地区的分支机构，包括拉丁美洲、亚洲，会见那里的总裁，以便了解辉瑞公司各个地区的业务。

同时，辉瑞公司也要求它的董事会成员不能同时在许多其他公司的董事会里兼任董事。每次某个董事会成员被邀请加入其他公司的董事会，他（她）都必须向公司治理委员会提出申请，在委员会同意之前，必须确保该公司不是辉瑞的竞争对手并且和辉瑞没有利益上的冲突。当董事会成员更换工作时，必须提出辞职，然后由公司治理委员会来决定是挽留还是找新人来接替他的位置。

尽管辉瑞公司也有许多需要改进的地方，例如不错开董事任职期，以及增加一些董事的股票持有量，但这个公司的公司治理仍然是一个成功的例子。我推荐投资者读一下辉瑞公司的股东委托书，值得一提的是，如果在1995年投入辉瑞公司100美元，到2000年底就可以获益450美元，收益率高达450%，远远超过辉瑞同业竞争企业同期的300%。

公司治理一览表：你该注重什么

董事会的独立性 谁是董事会成员？其中多少来自外部（指不在公司工作的那些人），多少来自内部？根据斯宾塞-司徒亚特公司的研究，2001年美国公司董事会成员中平均77%来自外部，23%来自内部。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使你投资的公司符合这个比例，也需要再深入研究一下。投资者可以读一读股东委托书，看看究竟有多少外部董事实际上是独立的。我认为董事会的大部分成员不应该与公司有任何形式的关系，他们与公司的惟一联系就是他们担任董事职务时应该为公司提供的服务。如果发现他们之间存在任何商业上的关系，例如房地产交易、法律费用或者咨询合同，那就意味着这个董事并不是真正独立的。

投资者也需要注意家族关系，它同样会危及外部董事的独立性。例如，在希伦布兰德公司（Hillenbrand Industries）中，11位董事会成员中有5位是希伦布兰德家族成员，还有一位则与该家族有婚姻关系。此外，投资者还要小心企业间互兼董事，或者公司的首席执行官效力于其他公司的董事会，这可能是公司间相互挖墙脚的迹象。

投资者要仔细研究一下审计委员会。是否所有审计委员会成员都曾经在给公司做过审计业务的会计师事务所中工作过？如果答案是肯定的，这可是一个危险的信号，因为审计委员会必须考核审计员的工作是否合格——然而人们对自己从前的同事放松审查是很自然的。

还有，董事会是否定期召开没有首席执行官参加的会议呢？如果是，这就是一个真正的独立性标志。如果首席执行官总是寸步不离，我敢保证没人会真正做出毫无保留的评价。另外一个积极的标志就是董事会拥有一些领导型的董事，他们可以在没有首席执行官允许的情况下召集其他董事。

董事会参与程度　董事会多长时间开一次会？我们认为一年至少应该开4次会，多一些更好。标准普尔500大企业在2000年每个企业平均召开8次会议。各种委员会召开会议的次数应该不少于全体董事召开会议的次数，尤其是审计委员会召开会议的次数。董事会成员参加会议的次数比例达到了90%吗？在委托书中，必须列出参加定期会议的次数比例少于75%的董事名单。如果这些董事没有达到这个要求，那就证明他们对公司并没有投入多少关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一定要确认你所投资的公司的董事没有整天忙于其他公司的事情，而将你最关心的公司的事情搁置一旁。

例如，弗农·乔丹，现在效力于11家不同的董事会；民主党人，前议会多数派领袖乔治·米切尔，是12家董事会的董事；而杰克·坎普，这位1996年共和党的副主席候选人更加登峰造极——他是21家董事会的董事。如果某个董事会成员在别的公司担任重要的职务，比如是某个公司的首席执行官，他所效力的其他公司的董事会数目应该不能超过两个或三个。机构投资者委员会建议，一个人最多可以担任5家公司的董事。

董事会规模 根据管理调查公司斯宾塞-司徒亚特公司的调查，现在的董事会平均成员数为11人。机构投资者委员会建议，董事会成员人数一般应该为5~15人。董事会规模过大将难以控制，而规模过小则使公司不能得到多方的观点和所需的技巧。在网络公司大潮中，许多新兴公司（如雅虎）坚持打破传统，董事会只有6~8个成员，并且和管理层有不同程度的联系。我们从大多数网络公司的表现能看出来，这些公司的董事会规模受到了误导。

董事会薪酬 根据斯宾塞-司徒亚特公司的调查，2001年美国董事会成员的平均收入为92 452美元（包括现金和股票）。你公司董事会成员的收入明显高于这个平均水平吗？如果是，有合理的理由对此进行解释吗？（一些公司，如通用电气公司，由于公司董事会召开会议的次数很频繁，比如2000年他们召开了10次会议，并且他们必须对大多数行业有更深入的认识，因此他们获得的收入也更多。）收益低于5亿美元的小型公司对董事会支付的报酬就应该少一点。要警惕偏离平均水平而走向两个极端：一个极端是公司董事会可能会养尊处优，而另一个极端则是如果收入水平过低将导致董事会成员积极性降低。我们应该确保董事会成员至少能够以股票形式获得一部分收入。和投资者一样，如果股票价格下跌，他们也需要承担风险。

董事会额外补贴 记得我用过“诱惑力文化”这个词吗？在过去，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

董事除薪水外还可以获得大量补贴。对于公司来说，在董事退休后向他们支付退休金的做法非常普遍，虽然事实上大多数董事由于在其他公司身兼高级职务已经获得了可观的收入。10年前，标准普尔500公司中，超过3/4的公司为董事提供退休计划，而现在只有6%的公司提供这种补贴。如果你在股东委托书中看到这一计划，就应该小心了。

同样，在豪华的旅游胜地召开董事会会议，以及其他一些"舒心安排"，也可能会危及董事的独立性。看一下股东委托书，看看董事是否能够获得一些额外补贴，如免费使用公司的商务飞机，或为董事的个人爱好而花费公司的巨额经费。公司并不会报告所有这些信息，但是上面提到的公司治理网站经常有关于这些诱惑的信息。

继任计划　董事会最重要的任务之一就是选择首席执行官。每一个董事会都应该确保如果首席执行官发生意外情况，必须有现成的继任计划。明确继任计划是董事会的职责之一，在这方面，强生公司是一个典范。投资者应该仔细阅读一下描述董事会职责的部分，对那些没有明确继任计划的公司要特别留意，这可能意味着首席执行官已经控制了董事会。

经理薪酬　在公司治理中，最重要的一个关键问题是经理人员的薪酬如何确定。阅读一下薪酬委员会的报告，确定它对高级经理人员的薪酬支付方式是清晰的，并且是以绩效为基础的。简单说，首席执行官业绩相当才应得到高薪。如果公司股票价格下跌或者业绩多次达不到公司长期绩效目标，首席执行官就应该对此承担责任，获得较少的股票期权，减少或者没有红利，或者实施其他惩罚措施。仔细看看说明书是否有虽然首席执行官没有达到预定目标，但董事会依然决定向他支付全额薪酬的迹象。

股票期权是另一个敏感的问题。向经理人员发放股票期权是一种很流行的方式，因为这样可以将公司的业绩与股票价格很好地联系在一起。从理论上来说，这样很好。但是，如果首席执行官获得了过多的股票期权，只要股票价格上涨一两美元，他们就可以一夕致富。过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的股票期权会使管理者的绩效水平在达不到同行业平均水平的情况下，却仍然可以通过兑现股票期权获得高额利润。股票期权也会使一段时间后股票市场上股票增多，这样就会稀释股东持有的股票价值。记住：公司的管理者和董事是用股东的钱支付自己薪水的，应该找一个懂得这个道理的薪酬委员会。

董事会年度选举　按我的看法，整个董事会一年进行一次选举，对投资者是最有利的。但是大约60%的公司董事会采用的却是董事任期交错制[①]，通常这意味着每年改选1/3的董事，每位董事任期有3年。在恶意收购的时代，这使公司能够防止收购公司突然替换公司全部董事会成员，但是这也意味着股东对代表他们权益的董事缺乏有效的控制。投资者最好挑选那些每年都进行董事会选举的公司。例如，辉瑞公司，虽然它的董事会采用任期交错制，但它的公司治理经验还是成为了其他公司的典范。1998年，迪士尼公司结束了董事任期交错制，要求他们每年作为独立候选人参加选举。采用董事任期交错制的董事会并不一定就很糟糕。总之，一个有效的经验法则，就是要投资于那些股东在选择董事方面拥有更多控制权的公司。

毒丸术　在20世纪80年代和90年代初恶意收购盛行的时候，毒丸术受到了普遍关注。但是要保持警惕，由于股票价格低迷，毒丸术有卷土重来的可能。由于硅谷的公司股票贬值，公司面临更易被收购的威胁，所以硅谷高层管理人员尤其热衷于使用毒丸术。毒丸术使公司的管理层更容易保持对公司的控制权，但这样也妨碍了股东和市场投资人通过行使他们在更换管理层方面的权利来对管理人员进行约束。我认为市场上的投资人应该有自己的观点。看看股东委托书是否有任何采用毒丸术的建议，如果这样，即使你认为公司在新的管理层管理下能够取得更好的成绩，你也要考虑放弃这只股票了。

① 也称董事分批改选制。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不合格的董事会——安然公司的失败

如果打算找一个这样的公司：它面临严重的危机，原因在于公司董事会没能提供一个各方面相互制衡的机制，大家会毫不犹豫地想到安然公司这个案例。

安然公司的财务状况，特别是它的大部分资产负债表外项目，连那些在华尔街多年从事分析的专家也不能理解，但这些分析师还是向投资者推荐买入安然的股票。为什么呢？因为它表达了辉煌的业绩——2000年总收入达到1 010亿美元，股票市值达到750亿美元。在2001年初，安然公司仍然呈现出一片光明的前景。

但几乎就在一夜之间，所有事情都浮出水面。安然的多数海外项目正面临严重亏损，比如安然在一个纤维光学网络工程上投资了12亿美元，一开始生产便碰上美国过剩的情况。与此同时，安然公司的股票和其他公司发行的股票一样，在2001年3月份开始的经济衰退背景下，严重缩水。但造成安然公司股票严重下滑的主要原因其实在于公司的财务作假，这种行为，无论是为安然做审计工作的安达信会计师事务所，还是安然的董事会，都是早有所知却未加制止的。

为什么安然的董事会没有采取措施来扭转败局呢？令人悲哀的事实是这样的，公司董事没有提出任何实质性问题，在没有看明白的情况下就接受了公司的虚假财务报表。1999年安然公司董事会就曾连续两次违背公司的道德标准，这个标准能够防止公司的首席财务官安德鲁·法斯托将自己的利益凌驾于公司利益之上。而公司的审计委员会根本没有发现安德鲁·法斯托和其他职员从公司渔利的行为。安德鲁·法斯托自己一个人通过资产负债表表外交易就为个人渔利达3 000万美元。与此同时审计委员会也没有察觉公司的合伙人账目只是为了让公司的财务报表看起来利润多一些，而不是为了争取达到真正的经济目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特别调查委员会一份关于安然董事会的报告指出，整个安然董事会尽管有相当丰富的财务管理经验，但在财务监管方面完全没有尽责。董事会甚至不能保证首席财务官安德鲁·法斯托遵守公司既定的程序，这个程序的目的是保护安然公司不受利益冲突的影响。事实上，法斯托在没有任何人对他的行为进行监督和约束的情况下，身兼买卖两方，决定整个公司的资金流向，操纵安然与他所管理的合伙公司，任由巨额资金在其间自由往来。特别调查委员会还指出，安然事件中董事会“没能掌握足够的信息，同时对于已经掌握的信息没有做出正确的调查、分析和理解”，理应受责。例如，尽管董事会的薪酬委员会本应该对法斯托从安然与各合伙人之间的交易中所获取的收入状况进行审查对其他合伙人的资金状况进行审查，可是他们从来没有这样做。就是在2000年5月5日董事会被告知公司与某个合伙人之间交易存在“账目调查”风险的时候，董事会也没有采取任何相关措施。相反，只是一味相信安达信在这些交易上所做的保证。

领导安然公司审计委员会的斯坦福大学已退休的会计学教授罗伯特·耶迪克（Robert Jaedicke），在国会上为自己的工作辩护说：“我们不负责管理公司，我们不负责查账，我们不是侦探。”换句话讲，安然管理层和审计员说什么他们就只能接受什么。如果一个公司的管理像安然一样混乱、复杂的话，董事会至少应该向外部寻求建议性的帮助。在安然事件中，董事会也应该要求法斯托证明资产负债表表外项目好处何在，并且每季度报告表外合伙人的业绩。董事会不应该对公司管理者所提交的有关公司账面价值的报告全盘接受。如果当时董事会要求定期抽查公司与合伙人的交易记录，就会发现那些可疑的行为，例如资产不断在公司之间往来，显示有操纵账目的迹象。

1991~1994年，担任菲利普莫里斯公司（Philip Morris）主席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兼首席执行官的迈克尔·迈斯（Michael Miles）提出，公司董事会成员必须具备四项品格：愿意付出，就是说他们要热情的、全身心地投入到工作中去；对"游戏规则"了如指掌，在这个意义上讲，迈克尔·迈斯的意思是董事的最佳人选是对公司的经营管理有极其细致了解的公司前任首席执行官；董事们不要觉得不好意思；也不要去想首席执行官是否喜欢或会觉得不礼貌，要问一些不那么容易回答的问题；最后，董事还要具备的特质是分辨能力。这样能看穿对手的谎言和骗局。"我认为这些品格在安然董事成员是不具备的。"迈斯说。

董事会成员之间的利益冲突某种程度上麻痹了公司预防危机的警戒意识。两个安然的董事，其中一个在审计委员会任职，却和公司签有咨询合同。审计委员会的另外两个成员同时为接受安然巨额捐赠的机构工作，其中的一个机构是得克萨斯大学安德森抗癌中心，在8年内接受了安然180万美元的资助。

那些机构投资者和其他鼓吹股东利益的人跑到哪去了呢？甚至那些最活跃的股东团体对安然不明晰的财务报告和董事会结构也没有任何反对意见，事实上，安然最大的股东之一是资产为1 460亿美元的加利福尼亚公务员退休基金，而现在这其中的350万美元的安然股票已毫无价值。该基金同时也是安然公司两笔表外交易的合伙人，其中一笔业务在8年之中每年为加利福尼亚公务员退休基金带来的收益占加利福尼亚公务员退休基金总收益的比例高达62%，当安然寻求加利福尼亚公务员退休基金的帮助进行又一笔表外业务时，加利福尼亚公务员退休基金回绝了，因为专家警告法斯托角色冲突不利其信托关系（这种冲突正是安然董事会应发现而没有发现的）。尽管加利福尼亚公务员退休基金是安然公司的主要股东，但是它既没有将这个问题反映到安然公司，也没有要求安然董事会做出相关解释，这到底是为什么呢？"我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们不能预测未来，”加利福尼亚公务员退休基金的主席泰德·怀特向众议院委员会这么说，“任何一个人都不可能准确预测到这些合伙事业蒸蒸日上，也没有想到安然公司有欺诈行为。”诚然，他说的是对的，事后诸葛亮总是正确的。但我还是禁不住去想，加利福尼亚公务员退休基金本来可以运用它在公司治理结构方面的专长提出建议，并用加利福尼亚公务员退休基金的信誉来阻止安然公司的危险作为。可能有时候监督者也会大意吧。

原书空白

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章 怎样成为一个行家

我在华盛顿的七年半时间里，经常为我所看到的事情感到吃惊。而最让我感到吃惊的，莫过于亲眼目睹了强势特殊利益集团的心狠手辣，他们对可能危害自己的提案或规则必全力除之而后快，丝毫不考虑这些提案或规则可能为投资大众带来的好处。代表华尔街公司、共同基金、会计师事务所或者公司经理人的集团，像激光一样准确，随时准备对哪怕是任何一点小威胁进行反击。而个人投资者，没有游说团体和行业协会代表他们向政府陈述观点，所以他们向来不知道是什么使自己受损害。

1993年中期，我来到华盛顿的时候，那里还是一个党派色彩十分浓厚的地方。当时总统是克林顿，他是民主党人，但民主党控制国会和参议院的时间只剩下18个月了，共和党将要全面控制国会。共和党一向比较偏爱商业团体，在共和党人担任国会委员会主席并制定议程的情况下，本已居于主导地位的商业团体的权力就更进一步得到了加强和加固。

在华盛顿各团体的影响力中，商业部门的影响是相当大的。这并不必然是件坏事。私人部门创造就业机会，为经济发展提供动力，这对我们所有人都有帮助。如果没有成千上万经营成功的公司，就不会有健康的股票和债券市场，没有它们，就不会有人投资并致富。但是公司的利益，和为公司工作的人、购买公司产品的人以及持有公司股票的人的利益，它们之间的关系是造成紧张局势的不变根源。在华盛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顿的各游说团体中，到目前为止，公司居于中心地位，是最具影响力的，接下来是劳工（很大程度上是由于劳工组织的努力）和消费者。股东，尤其是个人投资者，位居最后。事实上，没有人自始至终地代表个人投资者的利益，个人投资者是美国最不受重视最没有代言人的利益团体。我在证券交易委员会的工作就是要对这一方程式进行平衡。

企业常常花费上千万美元支持行业协会和华盛顿具有政策导向的智囊团，首席执行官们利用这些团体来保护和激励自由企业，但是有时候也借以提高自己的声望。这些团体中最具影响力的，有代表大型公司的商业圆桌会议；代表小规模企业的美国商会和全国独立企业联盟；还有全国制造商协会，从它的名字中就可以看出它代表非服务性公司的制造商。国会和其他行政分支机构不断制定规范公司经营规则（这些规则规定了哪些公司可以合并，哪些产品可以销往海外，以及它们必须上缴的税收），这些团体会时刻关注着这些规则对其成员利益的影响。

这些团体对诸如减税和国际贸易等问题经常持不同的立场，但是一旦它们的利益重合，它们就能形成一股强大的力量。而且，当商业团体利用所有由其支配的工具（资助竞选运动，由有影响力的首席执行官打电话，在当地电视台做广告，在主要新闻报纸上的社论版发表报道，由曾经为法规制定者工作的人充当的说客造访法规制定者进行游说），这时，它们就让自己的观点凌架在了其他所有观点一切之上。

如果一个问题不涉及所有的商业团体，而只是影响到其中的一部分，一些特殊的商业团体就会居于主导地位。在有关投资者利益的问题上，证券业协会就是这样一个团体。美国证券业协会代表了主要的华尔街投资银行和证券公司（如美林、所罗门美邦、高盛、摩根士丹利和瑞士信贷波士顿第一银行，还代表数百的地区券商和贴现券商（如爱德华琼斯公司和嘉信理财）。证券业协会总共有大约675个公司成员，员工有75万人，年收入达2 000亿美元。

在投资问题上，美国注册会计师协会是另一个主要参与者。它是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国33万注册会计师的代表，最主要代表了普华永道会计师事务所、毕马威会计师事务所、德勤会计师事务所、安永会计师事务所和安达信会计师事务所剩下的部分。它有1.4亿美元的预算，雇有14名说客，其中的3名说客是专职的。而美国注册会计师真正的影响来自于它分布广泛的成员。在美国，每个选举区都有数百注册会计师，这些注册会计师经常是社区里有名的成员。他们经常出入高尔夫球场，活跃在当地的商业俱乐部，为当地政客的竞选捐资。在证券交易委员会着手制定更严格的审计师独立规则时，我见识了美国注册会计师释放出来的由其普通成员而来的力量。在几周之内，证券交易委员会和国会收到了数千会计师的来信。许多信件的内容的相似令人不禁怀疑：美国注册会计师大量地寄出样信，其成员像完成任务似的复制一份，署上自己的名字然后再寄出。证券交易委员会收到的国会寄来的信件也是一样，法规制定者们在由会计业的说客写好的内容相同的信件上签名，然后寄出。

公司经理也支持说客和公共关系专家，这些人是公司的耳目，对任何有可能最终影响公司利润的问题都很警觉。雇到恰当的说客就有可能确保首席执行官在需要的时候有办法接近有权势的法规制定者。很多首席执行官将自己的钱捐给当选的官员；也有些首席执行官成立由员工出资的政治行动委员会，这部分资金在严格的限制条件下由说客使用，分配给有帮助的法规制定者。

我解释这一切的目的不是想对华盛顿的运作发表什么真知灼见，而只是想展示一下商业游说团如何世故。相比之下，个人投资者在华盛顿缺乏一个代表他们利益的强有力的团体，而这正是商业团体希望维持下去的局面。我从自己的亲身体验知道，无论个人投资者什么时候发表自己的看法，商业团体都会将他们的声音淹没。它们达到这个目的的方法之一，就是百般拉拢一些法规制定者，他们是监管证券交易委员会的相关小组的主席。逐渐地，每次证券交易委员会采取它们不赞同的行动时，企业的御用说客就绕过证券交易委

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员会直接去找国会议员。

"阿瑟，我希望你能多打打高尔夫球，"美国众议院的成员汤姆·布莱雷，一位彬彬有礼的、打着领结的维吉尼亚州共和党人，哀怨地对我说，"每次你做演讲，我就收到连珠炮似的抱怨。"布莱雷在2000年退休前一直担任众议院能源与商务委员会（House Energy and Commerce Committee）的主席，总是会恰到好处地打电话给我。那是1999年9月末，我刚刚发表了一篇希望能引起争论的演讲，在演讲中我简略提出了对未来股票市场的看法。无论什么时候我采取主动想让证券市场对投资者更透明化，布莱雷就会打电话给我。他让我知道了他所在地区的证券公司、银行和企业会警示他我的每一个行动。他憎恨《公平披露规则》，而且他尖锐地反对我制定审计师独立性规则的努力。这一次，布莱雷指控我干预资本市场，他认为如果资本市场即使没有证券交易委员会的干预，也会运作得相当不错。

我向他解释为了确保新的电子交易所能完全和现行的市场结构融为一体，证券交易委员会需要指导其发展的原因。我许诺说他的选民会有足够的机会对证券交易委员会的提案发表见意。

我喜欢布莱雷，因为他认为他只是在为选民做该做的事情，但在我们打交道的过程中，他没有一次打电话谈到过证券交易委员会出台的各种措施对他所在地区的好几万个人投资者可能会有的帮助。个人投资者也是他的选民，只是他们从来不成群出现在他的办公室，从来不为他的竞选活动捐钱，从来没有为他的前任助理券商做游说活动。布莱雷和他的很多同行一样，只为特定的利益集团说话——会计师、律师、券商、投资银行家和公司经理，因为他们定期地保持着联系。而且布莱雷不仅对他所在地区企业领导的要求做出了反应，而且他给予回应是最为迅速的。由于布莱雷担任一个重要委员会的主席职务，所以在会计业和证券业看来，他就是"上访"的对象之一，从业者知道可以指望这些法规制定者参加自己的利益之争。布莱雷之所以知道那些人的意图，是因为他们和他一起出席商会的午餐会，并定期去布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱雷在国会的办公室拜访他，向他解释这款立法或那项法规对他们行业不利的原因。他们为他提供“谈话要点”，以便与证券交易委员会打交道时所用，他们知道怎么对立法组织施加影响，并让布莱雷认识到他们是他最大的捐助人之一。简而言之，公司说客有着普通投资者所没有的特殊关系。

当然，它们要接近拉拢的并不只是布莱雷一个人。华尔街和其他与投资相关的团体，有办法接近无数的其他法规制定者。其中最有名的就是比利·陶西纳（Billy Tauzin），美国众议院的成员，精明的路易斯安那州共和党人，在布莱雷退休后，他继任众议院能源与商务委员会主席。这可能让投资者感到吃惊，安然丑闻爆发后，国会对其进行了数十次的调查听证，陶西纳都参与其中，且表现突出。在电视台转播的听证会上，他在国会调查小组成员面前表现出的对列席听证会的安然公司和安达信会计师事务所官员的愤慨，让人看起来觉得他对大众投资者很忠诚，但是在私底下，陶西纳却不总是为投资者说话。2000年春季和夏季时，有关证券交易委员会的审计师独立规则的争论正在激烈进行，陶西纳丝毫未留情面，他先后写了3封信警告证券交易委员会，要求证券交易委员会放弃。在一封长达5页的信中，布莱雷也签了名，要求证券交易委员会对16个问题做出回答，例如：证券交易委员会发布规则的法定权限、出台该法规必要性的经验性证据，以及证券交易委员会的员工是否和会计师一样要遵守同样的有关股票持有的限制性规定。虽然我不能证明是由五大会计师事务所的说客写的这封信，但是这封信的内容让我无法相信这么详细的信是由陶西纳和他的手下亲自写的。2000年7月20日，他寄来第二封信，要求证券交易委员会延缓规则的制定进程，因为会计业需要比证券交易委员会原来限定的75天的评议期更长的时间，来对提议进行分析。陶西纳的策略很明显：任何延期都会将该进程推迟至当时11月的总统大选之后，而如果是乔治·W·布什在大选中胜出，很可能会否决证券交易委员会的这项规则。为了证明他的影响力，陶西纳在这封信上还附了其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20位众议院同事的签名，他的名字写在上面最显著的位置。

当然，陶西纳还是接受会计业捐赠最多的一位，虽然这位众议院议员否认了竞选捐助对他有任何影响。从1995年以来，陶西纳从会计业得到的捐赠达15万美元。

我肯定陶西纳认为证券交易委员会正在推动的规则毫无必要，而且他认为管理者试图限制会计师事务所的盈利能力也是不公平的。在安然事件发生并且安然的高级审计师承认销毁凭证后，陶西纳做出了让步，认为有必要更严格的实施独立性规则并建立一个更警醒的监管组织代替美国注册会计师。参议员迈克·恩兹（Mike Enzi），怀俄明州共和党人，碰巧也是一位会计师，他反对证券交易委员会的审计师独立性规则的理由，是这样会损害小型会计师事务所。这其实根本不是什么理由，他的目的就是想分散注意力。证券交易委员会研究了规则可行性后发现，大多数上市公司的审计业务都是由五大会计师事务所进行的，因此小型会计师事务所不会受太多的影响。所以安然倒闭后，恩兹支持立法机构建立新的委员会取代注册会计师行业协会，来对会计业进行监管和惩戒。

我并不是在挑美国的共和党的刺。有时候民主党的法规制定者好似努力地为消费者说话，其实他们总是非常有效地代表了商业利益。纽约民主党参议员查克·休梅尔（Chuck Schumer），印第安纳州的伊万·贝赫（Evan Bayh），新泽西州的鲍勃·托里切利（Bob Torricelli），都签名写信给我要求放弃审计师独立性规则，或者将这一规则制定程序推迟到2000年大选之后。和陶西纳一样，他们未看到采取禁止会计师事务所为审计客户提供咨询服务这一根本措施的必要性，但是没有哪个人比康涅狄格州的参议员乔·利伯曼（Joe Lieberman）的反对更激烈。

乔·利伯曼曾经是副总统候选人，后来成为参议院政府事务委员会的主席，他还是安然破产案的12位调查人员之一。参议院在1994年通过决议，要求美国财务会计准则委员会撤销有关股票期权规则的提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案，利伯曼就是该决议的发起人。利伯曼提起的这项决议虽然没有什么约束性，但是在政治上却非常有作用。参议院是以88票赞成9票反对通过这一决议的，它给出的信息就是如果财务会计准则委员会继续这一规则，利伯曼就有权限削减财务会计准则委员会的一部分职权。

最为利伯曼喝彩的是高科技行业——高科技行业是使用股票期权最多的行业，并且是竞选运动数百万美元的捐助者。利伯曼作为法规制定者，所做的正是选举他的人要求他做的：为了全国的利益推动他深信不疑的政策。假如这样的话，他的目标就是培育处于艰苦发展阶段的科技行业，他们声称，如果支付正常的工资和红利，就无法吸引到有才能的员工。但是股票期权可以让它们的员工以牺牲今天的工资为代价，寄希望于在未来得到高额回报。

但是我相信这位参议员在无意中提升公司高层管理人员的利益，他们既不想承担向股东披露信息的责任，又想得到股票期权所能带来的利益。但是充分和公正的信息披露是会计准则的根本原则，而且一旦财务会计准则委员会在股票期权问题上做出让步，也就为国会干预开了先例，此后国会将插手更多规则的制定。因此在接下来的8年中，财务会计准则委员会对一些有争议的问题都采取回避态度，因为它害怕再引起更多的政治风波。

事实是，2001年，财务会计准则委员会又一次做了让步。密歇根州共和党人、参议员斯潘塞·亚伯拉罕（Spencer Abraham），和利伯曼还有大约其他12人一起，反对另一个旨在禁止公司在并购和重组中滥用“联合经营法”会计方法的规则。亚伯拉罕现为布什总统的能源部长。这些法规制定者再次代表硅谷，将保留“联合经营法”看成头等大事。联营允许公司合并后将资产合并而无须确认商誉，这部分价值是收购价格高出购并资产合理市场价值的部分。因为商誉必须要进行摊销，而摊销费用导致收入减少，因此联营是会计方法的一种选择。财务会计准则委员会最终废除了这个会计方法，但是也做出让步，允许公司不必再对商誉进行摊销，利伯曼和公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都得到了最想要的结果。

我并不想争论当选官员在认为任何集团，甚至是私人部门，会对经济造成严重影响时，由他们出面履行职责的必要性。他们坚持认为没有一个承担一定公众义务的团体（即使是私人组织资助的财务会计准则委员会），能够离开国会的监督。但是我不禁感到疑惑，他们的有些主张是否能逃得过数百万的个人投资者的仔细检验。

这些政客在会计规则上的观点可以归结为：标准必须反映美国新兴的科技公司的特定利益，对于它们来说，现行的规则会减少它们的收入并影响股票价格。但是，如果保护成长期的企业是从全国利益出发的，为什么不让其他的规则也屈从于它们的需要？譬如，不要求现金报酬从公司的从收益中扣除。如果大部分投资者知道所有的这些相关的争论，并且有一个论坛来表达他们的观点的话，我想他们得出的结论都会是会计规则不应该屈从于日常的议程，因为这不符合诚实、透明会计准则这项国家长期利益。

投资人利益捍卫者荣誉名单

令人高兴的是，我知道还有一些始终如一地维护投资者利益的法规制定者，投资者应该把他们视做最可靠的同盟。如果我必须在拥护投资者利益的荣誉名册上列出这些议员的名字，密歇根州民主党人，参议员卡尔·莱文（Carl Levin），是他们中的一个。每次有议员反对一项严格的会计标准，莱文就会进行还击。更重要的是，他知道保持美国财务会计准则委员会独立的重要性。就在安然事件之前，他看出了公司财务报表虚构编造的状况——从技术上来讲，公司财务报表都符合会计准则，但是隐瞒了巨额的负债和其他债务。作为政府事务委员会常设调查分会主席，莱文利用他主要的职权来维护投资者利益。

莱文在调查委员会的志同道合者是来自缅因州的共和党参议员苏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

珊·柯林斯（Susan Collins），她为人一向低调。作为缅因州原企业与财务监管部门的委员，柯林斯明白投资者有多脆弱。她总是抖擞精神去追击证券和网络诈骗的高手，那些人专门将诱饵投向缺乏信息的投资者。柯林斯对投资者教育是积极支持的，我在证券交易委员会招开城镇投资者大会时，常常找她做主持人，她是最支持我的法规制定者之一。

排在我的荣誉名册前面的，还有柯林斯的邻居，新罕布什尔州的共和党人参议员乔迪·格雷格。作为参议院拨款委员会的主席（这个委员会决定着证券交易委员会每年的预算额，它正式的名称是"参议院商业、司法、政府和审判拨款附属委员会"），格雷格在确保证券交易委员会有足够的资金方面给予了极大的帮助。2001年，民主党重新获得参议院的控制权，格雷格成为附属委员会的高级官员（通常是一个委员会中由在野党出任的最高级的官员），继续维护证券交易委员会的利益。

马里兰州民主党参议员保罗·萨班斯（Paul Sarbanes）也应受到赞赏。作为参议院银行委员会的主席，萨班斯在2002年夏天消除了各方意见冲突，并全力促成了通过立法成立一个新的会计监管委员会。尽管遭到了会计行业和证券交易委员会的强烈反对，因为它们都倾向于一个由众议院提出的较为折中的方案，然而他还是这样做了。

但是说到维护投资者的利益，没人能比得过两位众议院的民主党人，密歇根州代表约翰·丁格尔（John Dingell）和马萨诸塞州的埃德·马基（Ed Markey）。对于我所致力解决的每个问题——共同基金费用方面更多的信息披露，债券市场更高的透明度，消除市政公债中的腐败操作，提高审计师的独立性，丁格尔和马基都给予了不懈的支持。虽然我看到很多法规制定者条件反射般采取支持他们富有的竞选活动捐助者的立场，丁格尔和马基还是本能地维护着投资者的利益。

因为普通投资者没有形成一个能为自己争取利益的实体，所以他们没有（即使有也很少）展示出他们在政治方面的力量。他们是这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家中最没有得到充分支持的、最没有人代言的选民。我一直有一个信念——如果个人投资者大声说出自己的看法，就能形成一个强有力的特定利益团体。华盛顿的角色和权力经常分化组合，但是要想把握也不是那么困难。投资者无须花高价雇用律师事务所来做代表，甚至不必知道游说的技巧，投资者的力量在于他们每一个是美国7 900万投资者的一员，有权在影响他们财务状况的问题上发表意见（投出自己的一票）。

新的投资者阶层

美国联邦储备理事会1998年对消费金融状况做的调查显示，49%的家庭持有股票，比1989年32%的比例有所提高。投资公司研究所和证券业协会（代表共同基金公司和证券公司的行业协会）做的一项独立调查显示，1999年投资股票的个人投资者有7 900万人，比1983年的4 200万人有所增加。在这7 900万人中，有85%的人通过一个或更多的共同基金间接投资于股票，有54%的人直接投资股票。

持有股票的美国人已经不再仅仅是我们中间最富有的人。今天大部分投资者都是殷实的中产阶级。美国典型股票持有人的家庭收入为6万美元，家庭总资产为8.5万美元，还达不到乡村俱乐部的入会资格。

毫无争议，持有股票已经像拥有双车车库一样普遍，而且在美国出现了新的投资者阶层。我在任证券交易委员会主席的目标之一就是让这沉默的大多数能发出声音。我将个人投资者视为我最重要的选民，并计划重新排列在华盛顿的小规模投资者与政治上有广泛社会关系的华尔街公司和会计师事务所之间的力量对比。

为了让投资者更易接近证券交易委员会，我们对证券交易委员会的网站进行了更新。新的网站（www.sec.gov）帮助投资者了解证券交易委员会的规则制定程序，并让他们有可能以网络方式阐述观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在网页上点击“EDGAR”，投资者可以看到上市公司每年提交的数千份文件（有年度报表和季度报表，以及股东签署的委托书等），上市公司每年都得向证券交易委员会申报。

证券交易委员会还要求公司申报某些文件时，使用通俗易懂的文字，而不是只有证券业律师才能看得懂的行话。我还尽力争取那些在公司董事会、证券交易所和财务会计准则委员会中代表着投资大众利益的人的支持。另外，我在美国举行了43次投资者城镇大会，在会上我介绍了证券交易委员会的日常日程。接着我邀请投资者向我或者是向和我随行的任何专家提他们想知道的任何问题。我的目标是想让投资者对华盛顿发生的一切有所反应，令他们激动或愤怒，并让他们不再缄默。

我的努力在华尔街并不受欢迎，大型投资银行的首脑总是在最先抱怨我；我的努力在国会同样不受欢迎，有些法规制定者明确无误地告诉我，说我超出了多数证券交易委员会主席履行职权（前主席们曾小心不越权）的范围。正是在遭遇反对的时候，我知道我的努力有了回报。通过了解投资者的想法并和他们进行沟通、交流（他们的顾客和选民），我希望能创立一股新的民众力量。

作为一个投资者，你能够也应该去做更多的事情，来保证你的观点被华盛顿所了解。我并不是建议投资者效仿华盛顿那些代表华尔街利益的团体。它们有比投资者多得多的资源和途径来接近具有影响力的法规制定者；它们有多年来建立起的个人关系和有影响力的议员以及政策制定者；它们也有能力通过政治献金接近关键的法规制定者，还能得到业内重要人物的适时电子邮件、电话和亲自造访。它们能够掀起舆论风暴针对它们想要打击的目标，而且通常都能成功。

不过，投资者也可以利用互联网上得到的丰富信息，来关注热门话题以及国会、证券交易委员会和特定利益集团的活动。这样做，投资者可以变得和游荡在国会走廊里的高薪雇用的说客一样消息灵通。一旦投资者知道了重要问题并且花时间理解了正反两方面的争论和辩论，就可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以和权威进行对话。投资者可以参与证券交易委员会的讨论，提出自己反对或赞成某一规则的意见。投资者还可以写信或发电子邮件给众议院和参议院的议员，那些在各委员会的议员正在制定的法规可能会影响你的财务状况。总之，投资者可以成为华盛顿的参与者，所有这一切只需要一点点的努力。

国会的核心委员会

国会的核心委员会的监管职责是什么？从参议院的立场来说，最重要的核心委员会是参议院银行委员会，它负责监督证券交易委员会和所有的金融机构，决定这些机构的预算，并确认由总统提名的证券交易委员会委员。银行委员会的主席是萨班斯。该委员会下面还有一个重要的证券附属委员会，主席是康涅狄格州的民主党人克里斯·多德（Chris Dodd）。2002年中期选举之后，如果民主党不再拥有大多数的席位，这些委员会的主席将由共和党人来担任，萨班斯和多德将会成为这些委员会的高级议员。

参议院商务委员会也是重要的委员会之一，其职责是管辖跨洲的商业活动，它偶尔会卷入到证券问题中。例如委员会主席、南卡罗来纳州的民主党人欧内斯特·霍林（Ernest Hollings），就主持过关于安然事件的检讨听证会。但是其他方面，证券问题由银行委员会来负责。

参议院商务委员会中一个有影响力的成员，以自己独有的方式为普通投资者提供了帮助，他就是共和党高级参议院议员，亚利桑那州的约翰·麦凯恩（John McCain），他用了7年的时间设法清除竞选资金体制中的软钱问题。2002年3月，他实现了自己的目标，在布什总统当选后，签署了禁止软钱的法令，软钱主要是由富有的个人、劳工组织和公司签发给各政治党派的支票，这会给他们带来经济利益上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报。证券业在2000年大选中以软钱形式给予政党竞选委员会3 900万美元；紧接着，它捐助给单个候选人5 300万美元，根据非政府机构“响应政治中心”对竞选捐助的调查显示，证券业是所有参与捐助的行业中第三大捐助者。位居其次的是会计业，主要是五大会计师事务所和美国注册会计师，1989~2001年间，它们的捐助额达3 900万美元，其中的600万美元是软钱。

如此巨额的政治献金解释了为什么华尔街和会计经理能轻易接近国会成员的原因。法规制定者很难拒绝帮助他们筹集到数千美元的个人或团体的请求。令人感到还有希望的是，新的竞选资金法将恢复个人投资者发表意见的权力，使他们的声音和高额支票签发者的同样能被国会听到。

投资者可以在响应政治中心的网站（www.opensecrets.org）上得到关于捐助者和受助者的情况。进入网站后，投资者可以查阅是谁在捐钱，按行业、个人、政治行动委员会，或说客团体分类。投资者也可以查看是谁在接受捐赠，按候选人和党派组织分类。投资者还可以看到某个公司或游说团体，如证券业和会计师事务所，在过去的那些年中为疏通国会花费的钱有多少。投资者甚至可以利用网站了解竞选资金法的基本内容，尤其是通过麦凯恩法规后对竞选捐助所做的新的限制一节。

在众议院方面，权限是分开的。能源与商务委员会的主席为陶西纳，该委员会监督会计业和财务会计准则委员会。金融服务委员会的主席是俄亥俄州代表迈克·奥克斯利（Mike Oxley），该委员会监督金融机构、金融产品和证券交易所。奥克斯利是反对证券交易委员会一系列提案，尤其是审计师独立提案的众议员之一。

投资者可以去网站http：//thomas.loc.gov查看任何委员会和成员的网站站点。在上面投资者可以看到听证会的日期安排、证人名单、委员会和附属委员会成员名单，以及联系他们的各种方式。如果投资者错过了一个重要的听证会，大部分（不是全部）委员会站点都会发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布听证会内容的记录。投资者可以打电话给委员会索要综述的复印件或是几周后听证会记录的全部内容的复印件。

关键的特定利益集团

国会不是投资者需要了解的华盛顿的惟一机构。投资者还需要密切注视对美国法律形成产生重要作用的说客和特定利益集团。正如前面所解释过的，最活跃的三个特定利益集团是证券业协会、注册会计师协会和投资公司学会。

证券业协会的办公地点主要在纽约和华盛顿，它履行多重职能，如主办讨论会，进行行业趋势的调查，编写包括年鉴在内的统计信息。该委员会在华盛顿的工作人员密切留意政府和一些监督部门的立法和规则制定程序，并想办法施加影响，从中产生对自己成员有利的结果。证券业协会在华盛顿的办事处有1 900万美元的预算和30名工作人员，其中的16名工作人员的基本职责是充当说客。此外，它在华盛顿的办公地还聘用了外部的有特殊专业才能的说客，如税务方面的专家。证券业协会在纽约的办事处，有100名工作人员和每年2 200万美元的预算。

证券业协会的网站www.sia.com详细解释了证券业协会的宗旨，投资者即使不是证券业协会的成员，也可以通过网站研究它。例如，点击“游说技巧”，上面就列举了很多有用的指导你怎样在和法规制定者面对面谈话中表现的技巧。证券业协会站点还解释了法规产生的要点和国会助手在其中扮演的不同角色。它的网站上还有一个投资者教育专栏，包括用来解释投资数学的计算工具。

证券业协会自称是个人投资者的代表，但是事实比它们说得要复杂得多。证券业协会的利益和个人投资者的利益经常会偏离，公平披露规则就是一个例子。证券业协会曾不遗余力地参与此事，就是为了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

废止公平披露规则，因为这一规则终结了公司向选出的分析师泄露季度收入和其他市场敏感信息的耳语游戏。华尔街曾利用影响市场的数据使其成员获利。我相信证券业协会在保护华尔街的特权，却损害了普通投资者的利益。

但是在证券交易委员会提出公正披露规则后不久，也就是2000年的夏天，发生了不寻常的事情。成千的个人投资者的电子邮件和信件潮水般涌来，表示支持证券交易委员会的提议。像这样的来自普通民众支持的流露，在证券交易委员会历史上是没有过的。这些信件不完全是自动出现的。Motley Fool，以因特网为基础的、维护投资者利益的咨询机构，利用网站宣传公平披露规则的好处，并号召赞同者写信给证券交易委员会表示支持。这个策略很有用。艾萨克斯·汉顿在决定是否支持这个提议时很为难，但是当他看到有那么多的个人投资者的加人，他选择了投赞成票（然而，他这么做也是直到我同意再对最初的规则做出几点修改后，他的态度才变得坚决可靠）。在我记忆中这是第一次，普通投资者在采纳一项有益于他们的规则过程中，发挥的作用胜过了华尔街最大的玩家的抗议。

分析师的冲突是另一个例子。证券业协会没有明确地反对证券交易委员会的规定，即要求分析师披露其从属证券公司从他们推荐的股票发行公司那里收到的承销费，但是证券业协会却设法利用这套法规最薄弱的点逃脱惩罚。我的意思不是说证券业协会是投资者的敌人，但是个人投资者的利益和证券业协会的利益经常冲突。除非投资者站出来为自己说话，否则，证券业协会就会利用原本是投资者为自己说话的机会来摆脱责任。

注册会计师协会是华盛顿另一个重要的特定利益集团。注册会计师为公开上市交易的公司每年做大约1.7万例审计。注册会计师协会的工作人员有600多个，其中40个在华盛顿工作。这个行业团体和五大会计师事务所，在2000年一年中，为疏通议员花费了1 250万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和证券业协会的不同之处在于，注册会计师协会不仅仅是一个行业协会，它也是一个自律性的组织。然而，国会很快就会削弱它的自律角色。注册会计师协会目前监督做上市公司审计业务的会计师，制定审计师在审计时必须遵守的标准，而且通过监督标准的执行和惩戒违反标准的会计师，来强制实施这些标准。

我的观点是，注册会计师协会既没有很好地服务于大众，也没有很好地服务于其成员。注册会计师协会作为监督者的表现和人们对它的期望之间还有很大距离，而它作为行业协会，阻止改革的行为又伤害了它的成员。在几十年中，注册会计师协会很少惩戒会计师。五大会计师事务所之间互相进行的监督检查中，也没有检查出哪家会计师事务所有问题出现，虽然这种监督检查是业内确保审计质量的主要途径。然而有关审计师不规范行为的证据越来越多，但是注册会计师协会仍然顽固地拒绝变革。

诚然，它已经指定研究委员会对行业内的问题进行检查，但是最后，这些工作小组制作的厚厚的报告被协会束之高阁，无人问津。因为注册会计师协会在监督工作上的失败，国会和证券交易委员会取消了其自律方面的职责，并于2002年中期，启动建立一个新的独立监督机构的计划，这是我全身心支持的。国会必须要给予这个团体广泛的制定标准、进行调查和实施惩戒的权限，而且它的资金必须完全与注册会计师协会独立。这些条件缺一不可，否则就会失败，就会像在它之前的那些机构一样处在会计师的支配之下。

投资者应该注意的第三个主要的特定利益集团是投资公司学会，以华盛顿为基地的代表共同基金公司的行业协会。它有170名工作人员，其中24名负责监督事务，另外10名负责立法事务。此外，它还雇有4名说客。2002年其预算是3 400万美元。

投资公司学会代表着共同基金公司，而不是共同基金的持有人。有时候他们的利益交织在一起，比如说投资公司学会疏通国会允许基金持有人在实际兑现基金之前，暂不缴纳资本分配收益所得税（现行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规则是要求基金持有人无论是否兑现，每年都要缴纳资本所得税），这是符合基金持有人的利益的。如果基金延缓报告资本收益分配情况，基金会受益（更少的文书工作，更低的成本），股东也会受益（缴纳更少的税，至少是延期纳税）。

但是投资公司学会的利益和投资者的利益有时候是不一致的。例如：投资公司学会积极的疏通促成了一项法案，即允许共同基金公司将基金产品提供给401（k）计划的同时，可以向同一个401（k）计划的参与者提供投资建议，并收取费用。当然，计划参与者迫切地需要投资建议，但是如果建议恰恰来自于将产品向401（k）计划参与者销售的共同基金公司，对这些建议的可靠性，我持保留意见。我进行投资的基本原则是，投资建议应该来自于中立的没有另外企图的第三方。

共同基金公司希望通过这项立法，是因为1974年的《雇员退休收入保障法》禁止它们同时向同一计划参与者既提供基金又提供投资建议。这项立法会让它们有机会得到新的潜在的可观收入来源，即401（k）账户中1.8万亿美元，因为这其中的40%是投资于共同基金的。

但是我对投资公司学会主要的不满在于它对共同基金投资者的教育做得很不够，因此丧失了和数百万共同基金持有人交流重要信息的机会。投资公司学会印发了关于投资的小册子，而且它的网站上也有投资者教育专栏，但其实投资公司学会能做的还有很多。例如，它可将其资金的一部分用于旨在教育投资者基金费用会降低整体投资收益的宣传上，或者是告诉基金投资者他们的资本所得税影响他们投资收益的原因和计算方法。投资公司学会能做的事是无止境的。安然事件后，在国会考虑改革问题时，投资公司学会居然异常地平静。尽管没有什么提议对共同基金有直接影响，投资公司学会还应该采取维护投资者利益的立场，并支持防范未来类似安然事件的措施。

TechNet是另一个投资者可能想关注的游说团体，它的主要焦点并不在财务方面。这个帕洛阿尔托（加利福尼亚）的组织代表了来自美国大型科技公司的大约300名首席执行官和其他高级官员，它以提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倡加强新经济的政策为荣，比如为研发提供税收信贷，教育改革，以及和中国建立永久性贸易关系。但是有时候，TechNet的倡议不是从投资者立场出发的，比如它极力游说国会和财务会计准则委员会，反对推出要求公司从收入中扣除股票期权成本的规则，它的理由是如果把股票期权以费用列支，就等于消除了它在招聘和补偿高科技公司优秀员工方面的用途。但是在我的观念中，大部分股票期权是给了高层管理人员而不是普通员工，这样就会产生不正当的保持股票高价位的动机，甚至意味着伪造数字。这并不是从投资者的利益出发。

投资者可以信任谁

因为安然事件，投资者了解了很多方法来判断国会中的哪个成员是值得支持的，而哪一个是应该赶下台的。例如，看一下国会为会计业建立新的监督机构是如何投票的。维护投资者利益的议员会推动建立一个独立于注册会计师协会的新的会计业监督机构，并寻求给予它更强有力的调查和惩戒权限。而维护会计业利益的法规制定者，会希望会计师在新的委员会中占有尽可能多的席位，并设法限制该委员会的调查权限。

判断某个特定利益集团是否将个人投资者的利益放在心上的一个办法，就是看它的治理结构。这个集团的董事会中是否有个人投资者或者是代表大众利益的人员。如果董事只来自于华尔街或只来自于共同基金公司，那么可以肯定，这个组织放在首位又最关心的是这些公司的利益，而不是投资者的利益。例如，投资公司学会董事会有46名董事，只有6个所谓的独立董事代表了投资大众的利益。很难想像这6个人在重要的议题上能动摇其他40个人。但这至少比证券业协会要好，证券业协会的董事会中压根没有独立董事。

要问的另一个关键问题是：谁为这个集团提供资金？一个组织的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金来源可以告诉投资者它是由谁来操纵的、它的忠诚所在。证券业协会，注册会计师，和投资公司学会都是100%由行业提供资金。但是有些特定利益集团，像美国消费者联盟（Consumer Federation of America，简称CFA），消费者协会（Consumers Union），美国劳工联盟及产业工会联合会，和美国退休者协会（AARP），都不是由行业资助的。这些团体代表着个人消费者、联盟中的工人，或者是老年人，它们不会出于财政方面的考虑而有妥协的倾向。而且虽然没有哪个组织是从根本上面向投资者的，但是每个团体偶而都会采取维护投资者利益的措施。

美国劳工联盟及产业工会联合会是一个有着1 300万成员的强大同盟，它在涉及个人投资者利益的问题上表现一直很积极。公司责任在美国劳工联盟及产业工会联合会并不只是一个标语。为了更好地维护同盟的4 000亿美元基金投资，美国劳工联盟的投资处在许多与投资者相关的问题上，都立场鲜明，并促进通过股东决议来改变公司的治理结构。因为同盟成员的退休基金对它们来说是得失攸关的——同盟投资于安然股票的退休基金损失了10亿美元。美国劳工联盟及产业工会联合会长期以来一直反对对高层人员过授予丰厚的股票期权，也反对使用外部审计师作为公司的顾问。2002年，同盟推动26家公司的股东决议。例如，在EMC公司的年会上，同盟发起的股东决议，得到了56%的赞成票。该决议要求数据存贮公司任命的独立董事必须在董事会中超过半数，也号召这家公司在它的审计委员会和薪酬委员会中任命独立董事（2001年该公司由于市场份额下降和其他问题损失了75%的市值），这两个委员会有能力阻止会计欺诈和控制过度的支出。虽然此类决议没有约束性，但是许多高层主管发现，当大多数股东投票赞成的时候，很难对它置之不理。

在美国劳工联盟及产业工会联合会董事比尔·帕特森的领导下，这个由10个人组成的投资处请求证券交易委员会禁止安然董事再在其他公司的董事会中任职。为了给401（k）账户寻找更强有力的保护，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

帕特森领导的投资处还派出专家向国会的数个委员会提出了相关的证明。他们在接下来的几年时间里还会监控安然事件后国会将会考虑的立法问题。投资者可以指望这个同盟，它不是鹦鹉学舌般地模仿华尔街的利益集团。美国劳工联盟及产业工会联合会的主张和立场可以在网站www.aflcio.org找到。

美国消费者联盟在其主席霍华德・梅岑鲍姆（原俄亥俄州民主党参议员）和其负责投资者保护的董事巴巴拉・罗珀（Barbara Roper）的领导下，对有关投资者问题非常关注。它的网站（www.consumerfed.org）上有专门的栏目是关于保护投资者问题的。美国消费者联盟对于证券交易委员会采纳公正披露规则的努力表示了极大的支持，现在它正在推进更严格的审计师独立性规则。

美国各州的证券监管机构也是投资者利益的积极捍卫者，其在华盛顿的组织是北美证券行政管理委员会。在北美证券行政管理委员会的网站（www.nasaa.org）上公布有更新的各州证券监管机构的名单和联系电话，各州的证券监管机构负责经纪人和投资顾问的注册许可管理，受理投诉、并一起推动行业内的变革。例如，北美证券行政管理协会一直旗帜鲜明地赞成终止分析师的利益冲突。2002年中期，美国各州证券监管机构对华尔街分析师进行调查，类似于纽约州首席检察官对美林证券的调查。北美证券行政管理协会还提供投资者教育，比如它在2002年和证券业协会合作发行的设计精良的小册子，就用通俗易懂的语言解释了阅读证券公司每月报表的方法。

美国退休者协会在投资者问题上也一直很活跃，尤其是帮助老年人理解怎样去更好地管理他们的退休账户，经纪人佣金体系如何导致经纪人和客户之间的冲突。

另一个支持个人投资者的组织（事实上，这个组织只有1个人）是民主基金（Fund Democracy）。默瑟・布拉德（Mercer Bullard）原来是证券交易委员会投资管理部门的律师，是民主基金里的惟一主持。他的网址是www.funddemocracy.com，通过这个网址，可以让共同基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金持有人及时了解有关法规和立法事宜。然而，布拉德并不仅仅是一个信息管道，他也有自己的行动目的，他曾成功地让证券交易委员会解决了共同基金带有误导性的名称问题。当时，布拉德请求证券交易委员会强制基金采用和基金的投资组合目标相吻合的名称，这致使证券交易委员会制定了新的规则，要求基金将其至少80%的资金投入与其名称中相符的证券。例如，T. Rowe Price小盘基金，其资产的80%要投资于小盘股。民主基金刚开始成立是出于布拉德的一个爱好，同时他也计划要将其转变为一个非营利性的组织来从事支持基金持有人的运动。

除了国会和游说集团，还有一系列可尊敬和依赖的人物值得投资者的注意。伯克夏哈撒韦公司主席沃伦·巴菲特一直是投资者保护的积极支持者。他曾呼吁公司向证券交易委员会申报文件时采用浅白英语，积极推行更透明的会计标准，提倡低成本共同基金，热情支持其他更多的维护投资者利益的提案。巴菲特给股东的年度报告是展示公司如何和投资者交流的范本。Vanguard集团的创始人约翰·博格尔，50年来都是共同基金业的眼中钉、肉中刺。他相信指数基金管理费更低、周转率更低、资本收益分配更低，可能是对个人投资者来说最好的投资选择。在他的演讲、书籍和其他的公开发行出版物中，都有引人注目的案例，所有这些都能在Vanguard集团的网站（www.vanguard.com/bogle）上找到。

另一个坚定支持个人投资者的组织是退休基金巨人美国教师退休基金会。美国教师退休基金会的领导人是我在证券交易委员会的经常同盟者。该退休基金坚信合理的公司治理结构、更高的透明度和增强的义务——所有这些都是投资者捍卫自己资金所必需的条件。这个组织利用它控制的2 800亿美元的资金来推动它所投资的公司采取更有利于投资者的政策。投资者可以在美国教师退休基金会的网站上了解更多它的投资哲学（www.tiaa-cref.org）。

总之：要接近当选官员和法规制定者并不是说投资者就必须要为这些人的竞选运动捐钱或者是花高价雇用律师。相反，投资者可以通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过更多地了解信息，参与并选择在适当的时间向适当的人阐述观点，就可参与影响他人的游戏。如果投资者让国会议员们知道他们很关注对证券交易委员会议案的评论，很看重自己的意见是否能够通过信件或电子邮件的方式恰好送达做投资保护立法的法规制定者那里，投资者就可以以一己之力，影响最终的结果。如果将7 900万人的力量相加，就可以看到个人投资者的力量其实是多么强大！在华盛顿，钱可能会“说话”，但如果将数千万个人投资者的声音汇合在一起，就可以将有限的特定利益集团的声音淹没。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章 401（k）计划

20世纪70年代末，一位名为特德·伯纳（Ted Benna）的福利咨询人为他的一位客户设计的退休计划，偶然想到1978年《税收改革法案》第401条k款计划的一部分。这个不为人所注意的规定，可以使员工得到减税的优惠——只要员工把收入的一部分存入储蓄账户，在退休之后再支取。伯纳在寻求一种方式，帮助没有退休金计划并且没有足够的钱进行储蓄的工薪阶层时，产生了建立由企业发起并由企业和个人共同缴款的账户的想法，这个账户里的资金可以享受延迟纳税的优惠。更为优惠的是：账户中的资产收益应缴纳的税款也可以延至退休后再缴纳。

1982年，美国国税局（Internal Revenue Service）准予实施伯纳的这一计划。尽管在几年之后它才受到人们的关注，但是由于401（k）账户能享受的税收优惠和其中由公司注入的资金，这个退休计划在最近的几年中广泛而迅速地流行起来。2001年，4 200万美国人通过这一账户为他们的退休时光积累了1.8万亿美元的资金。平均每个401（k）账户里就有5万美元。42%参加者的账户余额将近1万美元，15%的人账户余额超过10万美元。对这个差额的原因不言而喻：年轻的员工余额少一些，年长的员工余额多一些。

对于许多公司来说，401（k）计划比传统的雇主承办的退休金计划更受人欢迎，因为后者的成本更高而且能享受的税收优惠也没有前者多。对于许多员工来说，在退休的时候401（k）退休账户中的储蓄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产在他们净资产中占的比例最大。如果管理得当的话，这些储蓄会远远超出他们退休后每月作为收入来源的社会保障金额。

虽然401（k）计划有很多优点，但同时也产生了新的问题。在短短的20年中，美国的退休储蓄体制已经从原来由公司代表员工进行专业管理的模式，发展成为由员工个人进行管理的模式。大部分员工无须再根据他们的忠诚服务年限来保证每个月能得到固定的收入。现在，储蓄并进行明智的投资完全是个人的事情。

你可能会想401（k）计划意味着选择的自由。诚然，你拥有权力决定储蓄的多少和投资的方式。像大部分401（k）计划的参加者一样，你面临着令人迷惑不解的种类繁多的投资选择，当你进行投资选择时，没有人会为了确保你做正确的决策，为退休积累足够的钱，而在旁边监督。实际上，大部分员工都迫切需要如何对401（k）计划中的资金进行投资的可靠信息。当他们拿不定主意的时候，就会选择投资他们自己公司的股票，有时候，也会得到公司分配的股票。但是这样的做法，无论是公司还是个人，都违反了三个最重要的现代投资组合的理论原则：多样化、多样化、多样化。事实上，近来发生的安然和其他几个有麻烦的公司的事件，已经暴露出了严重的问题，这些问题让人质疑美国是否具备了进行自主投资的条件。

医治灾难的处方

没有什么能比安然的突然倒闭更能说明投资的危险了。2001年12月初，也就是安然宣布倒闭的几个月之前，从表面上看，安然达到了其发展的顶峰阶段。安然所有的员工从来没有想到他们401（k）计划中投资的安然股票会发生近10亿美元的损失，但这一切都发生了。

其实麻烦早在几年前就已经开始了。那时安然设计401（k）计划时用其处于看涨阶段的股票来回报员工。员工在401（k）账户中每缴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款1美元，安然公司就相应地在账户中注入价值50美分的安然股票，总额达工资的6%。而且安然禁止员工在50岁之前将他们401（k）计划中的安然股票进行交易。除此之外，安然还将它的股票作为众多投资选择中的一种，但是数千人都做了同一种选择，相信安然将股票作为公司在401（k）账户的出资是对股票价值的绝对认可，可以将它作为对个人资产所做的明智的投资选择。当安然的问题浮上水面时，员工401（k）计划中50%的资产被牢牢地套在公司股票上。那是一件华丽的外衣——条件是安然的股票不断增值，就像过去5年中所表现的那样。

持有安然股票的员工所不知道的事实是，安然的成功是人为捏造的。安然公司设立了账外合作关系——也就是说，这些账簿是不公开的，安然的投资者和员工无法进行查询。安然的彻底跨台始于2001年10月中旬，安然宣布由于合作伙伴的损失导致安然高达3/4的、金额为6.18亿美元的损失，股东股权价值也下降了12亿美元。短短的几周，股票价格从60美元狂跌不止——一直跌到不足1美元。

员工来不及做出迅速的反应去挽救他们篮子里的鸡蛋。首先，他们不能抛售所持有的安然股票，除非他们到了50岁。当时，安然为了撤换401（k）计划的管理人，将账户冻结长达两个星期，这无异于雪上加霜。最后，大约有4 000名员工不仅损失了薪水，而且还损失了他们为退休所做的大部分储蓄。

从事后看，安然401（k）计划的实施很失败。用公司股票来代替现金注入401（k）账户，限制股票的流通并允许员工对公司股票进一步投资，这都是导致灾难发生的因素。但不幸的是，安然并不是惟一一家在员工进行多样化投资以及防范风险方面设置障碍的公司。根据翰威特咨询公司（Hewitt Associates）的调查结果，大约有215家公司把本公司的股票作为员工的一种投资选择。在这215家公司中，大约有100家要求员工接受以公司的股票作为公司在401（k）账户的投资；大约85家公司规定员工在持有股票达一定年限或是达到一定年纪（通常是50岁）之前不准买卖股票。吉列（Gillette）、可口可乐、宝洁、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奎斯特通信公司（Qwest Communications）、朗讯科技还有北电网络公司，这些公司的福利计划都有1~2个上述的特征。从全美范围来说，员工的401（k）账户总资产中有19%是公司股票。而如果公司以股票为公司对员工401（k）账户的投资，员工收入的33%都将投资在公司股票上。我在这里提醒投资者的是，无论你能承受多大的风险，对任何一种投资组合来讲，这种投资比例分配都太高。

授权证券交易委员会监管

作为证券交易委员会主席，我对自己没有401（k）计划的管理权感到很沮丧。这项工作归美国劳工部养老与福利管理局（Department of Labor's Pension and Welfare Benefits Administration）管理，该部门把主要的资源放在防止公司欺诈员工退休金方面，却不对员工进行培训，教会他们进行明智的投资。美国劳工部从来没有想过它可以向员工提供很多投资信息。公司在培训员工进行投资方面也行动缓慢，部分原因是联邦法禁止公司推荐某些特定的投资，也有部分原因是公司害怕如果投资建议让员工赔钱的话会被起诉。

安然的丑闻让我感到国会应该授权证券交易委员会并提供相当的资源为员工推动大规模的有关401（k）计划的培训项目。劳工部可以继续对登记工作进行监管，并根据1974年的《雇员退休收入保障法》（ERISA）等相关的规范退休计划的主要法律履行职责。但是证券交易委员会和其投资者教育办公室，虽然已经对成千上万的投资者进行了培训，让他们认识到共同基金、在线交易、经纪人佣金中潜在的风险，但对于401（k）计划中的投资者却爱莫能助。

国会也可以通过修订《雇员退休收入保障法》使投资者受益。根据修订后的保障法案，公司在向员工401（k）账户出资时，要受到信托规则的制约，有责任做出使员工受益的投资决策。但是严格来讲，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为公司在员工401（k）账户中的出资是自愿的，所以国会从来没有把它们置于《雇员退休收入保障法》的保护之下。国会也没有规定401（k）计划必须遵守原来传统的、保障固定收益的计划所要遵循的分散投资的规定。在原来那些保障国家收益的计划中，公司股票不得超过总资产的10%。在过去，公司反对分散投资的规定，认为好的政策是要让员工和公司有共同的利益，而达到这个目的的最好的做法就是要求员工持有公司的股票。一些公司方面还强辩说公司的出资并不是法律规定的，因此国会不应该对公司出资的形式和金额进行限制。如果国会要进行限制的话，有些公司威胁说它们会同时停止对员工401（k）账户的出资。

公司方面的观点是仁者见仁，智者见智——但是真理只有一个。公司在不增加401（k）账户中公司股票比重的前提下，仍然可以让员工成为公司的股东。停止对员工的401（k）账户出资的公司，会发现它们在招聘或留住优秀的员工方面碰到了困难，这些优秀的员工会去其他地方寻找就业机会。老板们会发现他们还有其他的损失——实施出资时享受的税收优惠也就没有了。国会应该通过法律规定：如果401（k）账户中公司的缴款以公司股票形式出现，或者股票比例超过账户资产的20%，则降低税收优惠的幅度。当然，即便20%的比例我认为也是很高的，我本人的建议是401（k）账户中公司股票所占资产的比例不要超过10%。

以何种方式投资

401（k）中的资金应该以何种方式进行投资？只有投资者才能回答这个问题。不要因为在市场中恰好购买了一只热门股票或者是得到了内部消息，就妄图突然赚得一大笔钱。还是不要期望赢得这注彩票的好。而且拥有一个投资组合与拥有一个退休策略并不完全是一回事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有一个经过详细规划的退休策略才能保证投资者不受经济形势好坏的影响，并帮助投资者储蓄足够的储蓄金来安享晚年。

开始的时候，投资者必须做的两件最基本的事情：一是要想清楚你还有多少年才会退休，二是要清楚退休后保持最低额度的开销所需的收入是多少。对许多人来说，即使答案是不确定的，也比一点想法都没有要好。最佳的目标是能有一笔养老储蓄，它能在投资者退休之后提供原来工资70%到80%的收入。

这里我们举个例子。鲍勃今年35岁，每年收入为4.5万美元。他的个人退休账户中有2万美元。退休之后他可能从社会保障机构每年领到1.45万美元。如果他希望能在65岁的时候退休并能有每年4万美元的退休收入，他的养老储蓄账户中需要有多少钱？答案是37.8万美元。要想达到他的目的，鲍勃每年需要储蓄7 500美元。

现在投资者要做好采取下一步关键行动的准备：想一想你能承受的风险程度和在各种投资选择之间分配资产的形式。风险承受能力和资产分配是要同时进行的。风险的意思是投资者所做的投资有可能提供不了原来的预期收益。所有的投资都是有风险的，其中的一些比另一些风险更大。但是一般说来，高风险、高收益——高风险也同时伴随着更大的潜在损失和更大的收益不确定性。反之也是成立的：低风险、低收益——伴随低风险的潜在损失也低，收益的不确定性也低。

资产分配是投资者在他可以接受的风险程度以内找到实现收益最大化的可能的过程。一般来说，股票的风险比债券大，因此潜在收益也高。因为年轻人在退休之前有很长的工作时间，所以他们能承受更高的风险，他们应该把投资组合中一大部分投向股票。如果投资者接近退休年龄，冒不起拿更多储蓄去投资股票的风险，那么就可以把投资组合中的一大部分投向债券。

有一些经验法则可以帮助投资者进行资产分配，我这里介绍一个：用100减去你的年龄，得出的数字就是能投资于股票的百分比。假如你35岁，那么你的投资组合就可以65%是股票，35%是债券。但这条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经验法则并不是十分准确的，它只是条大致的法则。

决定股票和债券的投资比例之后，一定要确保这些股票和债券是不同行业的企业发行的，这样投资者就不会受到某一特定行业风险的过度影响。比如，高科技公司2000年突然遭遇低迷的时期，让很多401（k）计划的参加者遭受了损失，因为他们没有按照常规进行分散投资。

如果投资于共同基金，那么基金会为投资者分散投资。当然，这是指在大多数情况下。多样化就是在高风险、高收益的小盘股票基金和增长稳定的蓝筹基金之间保持平衡，虽然最近几年我们也注意到投资于蓝筹股票也会赔钱。多样化意味着：如果投资者所持基金专门选择似乎被低估了价值的股票（也称为价值股票），这就需要用另一种基金来平衡这种风险，这种基金所投资股票的收益高于行业的平均水平（我们称之为成长股票）。因为基金的名称可能会有误导作用，因此检查基金主要投资的股票以确保名实相符是很重要的一个环节。如果你投资的是债券基金，那么多样化就是要选择具有不同利率水平和不同期限的债券。一定要记住：多样化通过在业绩差强人意的投资和有固定收益的投资之间保持平衡，来帮助投资者降低风险的。

对于股票和债券，怎样在二者之间进行选择？历史地看，股票的收益要比债券的收益高。正如我在前面提到的，至1926年以来，标准普尔500指数成分股平均年收益率是10.7%，而长期公司债的年平均收益率为6.5%，国库券的年平均收益率才5%。在所有的股票中，小盘股在历史上的表现最佳；在所有的债券中，公司债比政府债券的收益率要高。

从统计数字上讲，在过去的75年来，股票是表现最佳的投资产品。但从短期来看，股票的表现却令人失望。在2000年和2001年，许多人都切身感受了这一点，在这两年中，标准普尔500指数损失了30%的市值，401（k）计划在它产生以来20年的历史中第一次遭遇损失。但是如果投资者在未来20~40年中还不到退休年龄的话，就可以在股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场上再搏几年。你不但有很多年的时间去弥补损失，而且还有调整投资组合的宝贵机会。

事实上，许多401（k）计划参与者面临的问题之一是投资太趋于保守。为了避免股票价格的起伏震荡，他们就投资于安全性高的债券、增长缓慢的货币市场基金，还有所谓具有稳定价值的基金，这些基金投资于确保投资收益的合同或者是保险公司的证券，这些证券的投资收益率很低。如果投资者的投资组合中有太多这样固定利率的投资，如果投资者回避高收益的股票，退休之后就有可能没有足够的钱来养老。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000年春，证券交易委员会着手制定新的规则，目的是限制会计师事务所向其审计客户提供顾问工作的数量。当美国注册会计师协会和五大会计师事务所听到风声之后，就从他们在国会的联盟者那里寻求帮助。下面这封长达5页纸的信由众议院发来，署名人是负责监管证券交易委员会的共和党主席以及该委员会下属委员会的两位主席，是反映行业团体影响立法工作程序的典型例子。写信人要求在两周之内得到答复的16个问题就是想要证券交易委员会低头屈服，同时也是在警告证券交易委员会——如果证券交易委员会继续推行这个规则的话，就会受到更多类似的反击。当然，通常情况下，国会要求证券交易委员会回答的问题是由会计行业的说客捉刀写出来的。

美国众议院商业委员会

2125房间　众议院雷伯恩办公大楼

华盛顿特区，20515-6115

2000年4月17日

尊敬的阿瑟·莱维特主席

证券交易委员会

NW第五大街450

华盛顿特区，20519

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亲爱的阿瑟：

本委员会基于监管证券市场的职责，针对与会计实务相关的一系列问题请教阁下。根据美国众议院第5、第6项规则，请回答以下问题：

1. 证券交易委员会有什么经验证据、研究结果或者是经济分析结果，能够表明会计师事务所与审计客户存在咨询业务的关系，其独立性比不存在这类关系的独立性弱？又有什么行政调查的结果显示对同一家公司同时提供咨询和审计业务就一定会导致审计工作的失误？
2. 证券交易委员会有什么经验证据、研究结果或者是经济分析结果，能够表明向审计客户提供税务咨询业务的会计师事务所，其独立性弱于这类业务的会计师事务所？又有什么行政调查的结果能够显示向同一家公司提供税务咨询业务就会导致对该公司的审计工作失误？
3. 证券交易委员会工作人员所要遵守的投资限制都有哪些？这些限制与会计师所要遵守的限制有什么差别？这些差别存在的依据何在？有没有证据表明证券交易委员会工作人员持有的股份股权，会降低他们在以公共利益为出发点履行职责时的独立性和工作能力？审计师看到的公司不对外公开的信息和证券交易委员会工作人员看到的公司提交给证券交易委员会的报表内容之间有没有相似之处？估计一下，从2000年1月2日起，如果对证券交易委员会及其工作人员和会计从业人员在从事证券投资方面做同样的限制，会出现多少违规行为？
4. 您和您领导下的委员会做出了对会计工作要采纳新的监管规则并实施更严格的监管程序决议。证券交易委员会在做出这个决议之前有没有征求各方的意见？证券交易委员会对各方建议会怎样处理？证券交易委员会打算根据哪一法律授权去实施这些规则？
5. 我们知道，证券交易委员会关于独立性问题的观点，主要是由工作人员以解释令或无异议函（no action letter）发出的，证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券交易委员会在制定必须对外争求意见的法规时，是否有将解释令纳入其中的政策？请列出以往被法规采用了的所有解释令、被考虑及采纳的日期。

6. 证券交易委员会工作人员已经公开表示，支持对会计师事务所向其审计客户提供服务的范围进行限制，这一范围不包括当前正执行的限制，如禁止会计师事务所为其审计客户负责内部管理。上述条例是否正在审议过程中？证券交易委员会准备以什么样的方式接受意见并实施这些改革？

7. 根据《交易法》第3条（f）条款和《证券法》第2条（b）条款，证券交易委员会在从公共利益出发制定政策的时候，要兼顾效率、竞争和资本结构。回顾这些条款的立法历史并看看这些法令内容，就知道在政策制定之前应该由首席经济学家办公室进行全面的成本效益分析。证券交易委员会关于限制会计师事务所向其审计客户提供服务范围的法规方案在推出来之前是否进行了类似的成本效益分析？如果有，那么分析的结果是什么？

8. 监管条例S-X规定证券交易委员会“不承认任何事实上不独立的注册会计师和公共会计师。”证券交易委员会制定出用以判定会计师在事实上是否独立的标准了吗？

9. 审计公司就其所提供的服务收取报酬这个事实会产生所谓的“表面上的冲突”吗？如果直接收取报酬不会导致令人无法接受的“表面冲突”问题，又如何认定会计师事务所与其审计客户间的更为微弱的关系，一定会违反独立性原则？例如会计师事务所合伙人的配偶、子女或儿媳持有客户公司的股份。

10. 根据财务会计准则委员会议程，阁下认为证券交易委员会及其首席会计师扮演的是什么样的角色？在财务会计准则委员会考虑制定新的《公认会计原则》的情况下，阁下认为证券交易委员会及其首席会计师扮演的是什么样的角色？请列举证券交易委员会工作人员和财务会计准责委员会成员或工作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人员之间召开的讨论有关最近想要改变企业合并会计核算方法议案的所有非公开的会议。

11. 请列出阁下在证券交易委员会任期内，应证券交易委员会或是阁下的要求成立的所有私人部门的委员会、理事会、董事会或是任何其他团体。并列举出每个团体在成立时其成员的选举方法和标准，以及阁下在成员选举过程中发挥的作用。这些委员会或董事会的合法地位是什么？这些董事会存在的条件是什么？其成员资格的条件是什么？

12. 蓝带委员会就提高审计委员会的效率提出的建议时，证券交易委员会准备以什么样的方式影响全美证券交易商协会和纽约证券交易所的行为？证券交易委员会官员是否和负责审查公司上市资格方面的自律团体进行了协商？

13. 在考虑由独立准则委员会于1999年12月发布的关于共同基金投资和相关实体投资规则时，证券交易委员会依照的法律是什么？如果说这些规则的制定是以公共利益标准为出发点的，证券交易委员会拒绝独立准则委员会提出的规则要根据什么特定的标准？

14. 证券交易委会首席总会计师发表谈话说证券交易委员会想推动提议来修改独立准则，那么证券交易委员会的意图是在向独立准则委员会采取行动，还是单独在独立准则委员会程序之外采取行动？

15. 在关于审计师独立性的规则和指导性文件范围内，请说出以下情形是否违背独立性原则。如果违背独立性原则的话，请说出理由。

- 合伙人的配偶参加由其雇主发起的投资于证券的福利方案，而证券的发行人是与合伙人没有直接关系的审计客户，该福利方案是雇主向合伙人的配偶提供的惟一选择。
- 合伙人的配偶参加投资俱乐部，该俱乐部拥有德勤会计师事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务所审计客户的100股股票。该合伙人在西雅图的工作与该客户无任何关系。该项投资对合伙人及其配偶都没有实质意义。

- 税务合伙人的女婿是保密委托的受益人，该委托在税务合伙人波士顿事务所的审计客户有一项减让投资。税务合伙人在亚特兰大工作与该客户无任何关系。
- 一合伙人在一家证券公司有经纪指令账户，该证券公司的审计业务并不由该合伙人所在的会计师事务所承担。该合伙人账户的资金自动进入一家共同基金，该基金的审计工作由该合伙人所在事务所的纽约分部进行。该合伙人在丹佛工作，不向该基金提供任何服务，也并不知道该基金是他所在事务所的客户之一。
- 合伙人孩子的祖父母以孩子的名义购买合伙人一家审计客户的股票并按照未成年人赠予法（Uniform Gift to Minors Act）持有。该合伙人并不控制对这些股票的抛出和持有，并且也不为这个客户工作。

以下的情形也表明了夫妻双方为了遵守独立性限制所要做出的选择。

- 合伙人的配偶是A公司的高层经理，并通过雇主福利方案持有A公司的股份。该合伙人在一家处理B公司审计业务的事务所工作，但是该合伙人所在事务所的分部和该合伙人本人对B公司不进行任何审计工作。A、B公司合并，合伙人的配偶继续在A公司任职并持有A公司股份。这些股份对夫妻二人很重要。该合伙人所在的事务所负责合并后公司的审计业务。
- 合伙人的配偶在一家非上市公司担任非管理职务，该公司是该合伙人所在事务所的审计客户。其配偶在该公司持有对夫妻二人来说很重要的股份。该合伙人所在事务所的分部和该合伙人本人均不对该公司提供任何的服务。该公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后来公开上市。

- 事务所经理的配偶被提升为首席财务官，配偶所在公司是该事务所经理所在事务所的审计客户。经理所在事务所的分部和经理本人都不经手该公司的业务。经理被提升为合伙人。
- 合伙人的配偶是一家公司非管理层的工作人员并参加该公司的股票期权和401（k）计划。合伙人所在的事务所分部和合伙人本人都不处理该公司的业务。因为股价的波动，按某一天的市值计，合伙人夫妻二人持有的该公司股票的价值为两人财产总额的5.1%。

16. 起草会计独立性的禁止性规定时，女性还很少外出工作，而现代女性外出工作很普遍，可能是会计事务所合伙人，也可能是上市公司的工作人员、经理或者主管，证券交易委员会是否认为现行的独立规则已经过时了、需要修正？这些限制是否阻碍妻子和女儿外出参加工作？

请在接到信后两周之内对这些问题做出回答。阁下的答复有助于决定证券交易委员会举行关于会计职业监管规则的听证会是否正当。

忠诚的

汤姆·布利莱　主席

迈克尔·G·奥克利斯
金融和危险物资附属委员会主席

W·J“比尔”·陶斯恩
通讯、贸易和消费者保护附属委员会主席

抄送：尊敬的约翰·D·格尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计业引用了无数的理由来说明它为什么反对证券交易委员会的审计独立规则，其中最重要的一个理由是“新经济”论点。从本质上讲，“新经济”认为会计师事务所有能力向其审计客户提供咨询业务，因为会计师们已经掌握了新的方法来对技术、通信、网络以及其他发展势头良好的公司的价值进行评估，正是这些技术、通信、网络以及其他公司组成了新经济。下面这封引用了新经济论点的信是由对证券交易委员会负有监管之责的参议院银行委员会的3个成员（民主党人贝赫、休梅尔，共和党人贝纳特）写给我的。他们3人要求举行由专门小组证券附属委员会主席参加的听证会，目的是想延缓证券交易委员会制定新规则的进程，直到新经济的论点流行开来。

美国参议院

华盛顿特区，20510

2000年7月21日

尊敬的罗德·格拉姆主席

参议院附属委员会

美国参议院

华盛顿特区，20510

亲爱的主席先生：

您主动举行一场关于新经济的财务报告听证会，这个听证会对于考察新经济的发展将带给传统会计准则和证券法的挑战，是一个创新之举。事实上，已有迹象表明这些准则和法规不能体现新经济条件下许多公司的价值。公司发布的财务报告是一项重要的议题，仍将值得国会不断地予以关注。

除了这场有深远意义的听证会之外，我们也恳请您就证券交易委员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会提出的新的审计师独立性议案举行听证会。虽然在周三的会议上已经对证券交易委员会的议案进行了简单的讨论，但是证券交易委员会、行业代表和其他人也应该有完整的机会，公开讨论新规则的制定是否合适。正如您所知，在所有的规则中，证券交易委员会议案的目的是要改变用来判定审计师独立性的标准，要以审计事务所向客户提供服务的范围来判定审计师是否独立。该议案确定了种类繁多的禁止审计师向审计客户提供的非审计服务。证券交易委员会发布该议案时确定了为期75天的评议期，听取外界的意见，到2000年9月25日为到期日。

由于相对来说给予外界评议该议案时间较短，因此证券交易委员会就可以趁着国会休会完成这项法规，因而无法执行传统的监管之权力。我们对此尤为关心的原因是，证券交易委员会看起来并不具备在今年（2000年）实施这些影响深远的限制措施的坚实基础。当前，就经济下的企业结构复杂，正是最需要审计师对资产进行完整的评估之时，证券交易委员会却限制会计师事务所发挥专长的空间。在证券交易委员会实施这一议案之前，国会应该对新经济条件下存在的广泛问题进行更深入的讨论。因此，我们相信就证券交易委员会的议案以及其他新经济条件下出现的财务报告问题举行听证会是再合适不过的了。感谢您对我们这一重要请求给予考虑。

忠诚的

Evan Bayh　　Charles Schumer

埃文·贝赫　　查利·休梅尔

Robert F. Bennett

罗伯特·F·贝纳特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这封信是参议院银行委员会20名成员中的10名（8名是共和党人，两名是民主党人）联名致函，其目的也是想推迟实施审计独立规则的进程。这一次，银行小组成员明确提出把这个程序延至2001年2月，也就是2000年11月总统大选结束、新的行政人员就职之后。表面上看，这样一来，国会可以更好地分析研究这一规则的实施所带来的冲击。但在我看来，他们的要求只不过是在拖延时间，想把这一程序拖延至我的任期结束，等待新一任证券交易委员会主席的产生。

美国参议院

华盛顿特区，20510

2000年7月28日

阿瑟·莱维特
证券交易委员会主席
华盛顿特区，20549

亲爱的莱维特主席：

或许您已经知道，参议院银行、住宅和都市事务委员会的附属证券委员会于上周举行了“顺应21世纪、改变30年代的财务模式”的听证会。听证会的目的是想要弄清楚现行的财务报告模式能在多大程度上识别新经济条件下的市场价值。相信您也充分地认识到，目前的财务报告模式只能部分地识别现行经济环境下公司的市场价值，因为公司的很多价值都是以专利、市场销路、人力资源和知识产权的形式体现的。

我们今天写这封信也与这个议题相关。在听证会的过程中，委员会所有成员关注的焦点都集中在证券交易委员会关于审计师独立性的议案上。今天附属委员会主席格拉姆收到三名参议员的请求，就此特殊议案再次进行听证会。目前的打算是在的9月举行（即在8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月假期之后）。

我们听到很多人对此议案表示关注，我们关注的基本点在于，针对新规则可能带来的冲击，证券交易委员会人员的描述和会计业人士的描述相差甚远。为了反映现行经济条件下的市场价值，目前的会计准则将大幅修改，因此，会计行业必须具有面对变化做出反应的能力，这是不言自明的。

根据议案所带来的诸多变化以及诸多对于这些变化所可能带来的潜在冲击的不同看法，我们认为在就这个议题最后定案之前，一定要经过谨慎的考虑。我们尤其恳请您将议案中对非审计服务部分的外界评议的期限延至2001年2月1日，这样才能充分地讨论议案带来的冲击。期限的延长能够对议案带来的冲击进行更仔细的分析，也能对信中参议员贝纳特、贝赫、休梅尔在附件中关注的国会监督权问题进行评议。

忠诚的

参议员 罗德·格拉姆　　参议员 罗伯特·F·贝纳特

参议员 伊文·贝赫　　参议员 韦恩·阿拉德

参议员 菲尔·格拉姆　　参议员 吉姆·邦宁

参议员 查尔斯·休梅尔　　参议员 查克·哈格尔

参议员 迈克·克拉普　　参议员 瑞克·桑托罗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

路易斯安那州共和党代表W·J·"比尔"·陶西恩，是调查安然集团和世界通信集团事件，以及ImClone公司内部交易丑闻的国会重要调查人员之一。但在2000年，他却是美国国会中反对证券交易委员会审计独立规则最主要的人物之一。在下面这封信中，他要求证券交易委员会把他和他的同僚写来的信放进公众的评议文档中，以保证国会的反对意见能得到充分的展示。我想知道他今天的感觉是否会不同。

美国国会众议院

华盛顿特区，20515－1803

2000年9月11日

乔纳森·G·卡茨

证券交易委员会秘书

NW第五大街450

华盛顿特区，20549－0609

回复：证券交易委员会公众评议文件第S7-13-00

亲爱的卡茨先生：

附信附上若干国会议员们针对证券交易委员会关于审计师独立性议案的信件。请将以下信件归入你们的公众评议文档：（1）代表汤姆·布利莱、迈克尔·G·奥克斯利在2000年4月17日写给阿瑟·莱维特的信。（2）代表詹妮弗·邓恩、德博拉·普拉斯、蒂莉·福勒和苏迈·里克在2000年5月2日写给阿瑟·莱维特的信。（3）参议员查利·休梅尔、罗伯特·F·贝纳特和伊文·贝赫在2000年5月25日写给阿瑟·莱维特的信。（4）代表詹妮弗·邓恩、德博拉·普拉斯、蒂莉·福勒和苏·迈里克在2000年6月23日写给阿瑟·莱维特的信。（5）代表爱伦·O·陶歇尔、吉姆·莫兰、卡尔·杜利、亚当·史密斯、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彼特·多伊奇和吉姆·马洛尼在2000年7月18日写给阿瑟·莱维特的信。（6）代表比尔·陶西纳、罗伊·布兰特、保尔·E·吉尔摩、理查德·K·阿默、内森·迪尔、鲍勃·古德兰、巴巴拉·卡宾、约翰·M·希姆尤斯、布赖恩·比尔博瑞、维托·福斯拉、查尔斯·皮克林、詹姆斯·格林伍德、吉姆·麦克里瑞、里查德·H·贝克、希瑟·A·威尔森、福瑞德·厄普顿、里查德·M·伯尔、克里斯托夫·考克斯、查理·诺伍德、邓肯·亨特和克利夫·斯特恩在2000年7月20日写给阿瑟·莱维特的信。（7）参议员罗伯特·G·托里切利在2000年7月21日写给阿瑟·莱维特的信。（8）参议员里查德·C·谢尔比和菲尔·格拉姆写给阿瑟·莱维特的信。（9）参议员罗德·格拉姆斯、伊文·贝赫、菲尔·格拉姆、查尔斯·E·舒马尔、迈克·克拉普、罗伯特·F·贝内特、韦恩·阿拉德、吉姆·邦宁、查克·哈格尔和里克·桑托罗姆在2000年7月28日写给阿瑟·莱维特的信。（10）代表汤姆·比利莱、迈克·奥克斯利和埃德·汤在2000年8月2日定给阿瑟·莱维特的信。

以上信件必须尽快归入公众评议档案，其意义重大，可供证券交易委员会委员参考。这些信件反映了外界对证券交易委员会独立性议案普遍而严肃的关注，尤其反映了对会计业与新经济的冲击。证券交易委员会急于推出独立性法规，未给予公众评议该议案足够的时间，引起了外界明显的不满，此情绪也反映在信件中。我对这些关注深有同感，委员会应该从实质上延长外界的评议期限，以此允许公众、国会以及新行政部门更广泛的参与。

忠诚的

Billy Tauzin

W·J·“比尔”·陶西恩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是安然集团主席兼首席执行官肯尼思·L·莱在安然集团倒闭前一年写给我的信，他向我描述了他和负责他们公司的安达信会计师事务所一起为安然所做的"成功"的安排，安达信为安然所做的许多内部审计工作是证券交易委员会规则一直以来想要禁止的。

肯尼思·L·莱
安然集团主席兼首席执行官
休斯顿，TX77251
2000年9月20日

阿瑟·莱维特
证券交易委员会主席
NW第五大街450
6102房间
华盛顿特区，20549

亲爱的莱维特主席：

在此，我想代表安然集团对证券交易委员会关于审计师独立性的议案发表一下看法。安然集团是一家全球性的以提供能源为主营业务的多样化经营的公司，安然以它独一无二的企业商业哲学和在新兴市场中创造的以知识为基础的价值为荣。

在过去的几年中，安然成功地利用它独立审计公司的专业技术和职业怀疑精神提高了对公司内部环境的整体控制。除了传统的财务报表以及与此相关的工作之外，安然独立审计程序扩展到了特列审计及关键内控程序方面。这一安排的结果是安然管理层和审计委员会收到了高质量的、完整的报告，事实证明这是很有价值的。而且我相信，对环境内部控制进行独立的审计对于投资大众也是很有价值的，尤其是考虑到安然业务的风险性和多样性，还有安然以及其他企业所处的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多变的经济环境。

尽管安然的独立审计安排代替了以前由内部机构所进行活动的很重要的一部分，在这种安排下，安然管理层仍然承担适当的审计方案设计、结果评定以及总体监控和监管的责任。安然的管理层和审计委员会要能保证主要管理人员对内部环境控制的设计和效果以及独立性进行监管并承担相应的责任。

证券交易委员会的议案有可能禁止独立财务报表审计师进行某些“特定的内部审计服务”。在您议案中所描述的不适当行为的范围太过广泛，有可能限制安然聘用其独立财务审计师在现行具有连续性的基础上对公司内控程序进行报告。对此我感到不安。因为我认为独立审计人员的独立性和专业技术有助于整个过程有提高作用，我还认为事实证明安然集团的“综合会计师和内核审计”的安排比传统的内部审计和外部审计相分离的职能更有效率、更节省成本。坦白地说，我不明白为什么您认为扩展独立审计的业务范围一点积极的作用也没有。

证券交易委员会一直以来支持了很多措施的出台，以保证审计委员会全面掌握审计师的状况并承担确定审计师独立性的责任。安然的审计委员会在履行这些职责的时候非常小心谨慎。考虑到您的议案可能带来的巨大冲击，而当前的商业环境比以往任何时候都生机勃勃，我诚恳地敦促证券交易委员会对进行如此大范围的规则干预必要性重新评估。我同时也诚恳地建议，大规模地实施新法规时考虑新措施，增强审计委员会的职能，以确保审计师独立性。

忠诚的

肯尼思·L·莱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在会计之战硝烟弥漫的时候，会计业又开始了新的宣传，目的是让小规模企业相信证券交易委员会的审计独立规则会伤害它们。特别是美国注册会计师协会和五大会计师事务所，它们宣传说这些规则会要求会计师事务所停止提供某些审计服务，并会在会计行业内部进行强制性的合并，这样就会使小企业提供审计业务的成本增加。虽然我们的分析结果表明小企业和会计公司根本不会受到任何影响，但它们却已经害怕得开始从它们在华盛顿的代表那里寻求帮助。23名代表立即给证券交易委员会发出了下面这封信。

美国国会

华盛顿特区，20515

2000年9月25日

尊敬的阿瑟·莱维特

美国证券交易委员会主席

NW第五大街450

华盛顿特区，20549

亲爱的莱维特主席：

我们写这封信的目的在于，对证券交易委员会限制会计师事务所提供服务范围议案的关注。虽然我们和证券交易委员会的观点一致，即审计师的独立性对于取得可靠财务数据的作用是至关重要的，但是我们认为在这个时候进行这一层面的法规干预是不合适的。

我们最关心的是这个议案对小企业可能带来的负面效应。我们尤其关注的是这个议案会强制会计师事务所取消某些服务，这就会妨碍小企业以合理的成本得到他们所需的专业服务。新的规则还会降低竞争程度并促成会计行业的合并，这就会带来增加审计成本的负面效应，并使在现在的市场条件下支付必要的审计服务费用本已困难的小企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处于更不利的环境。

审计行业两方面的变化都会使小企业和大企业相比，处于不利的竞争境地，结果就是对美国经济造成有害的冲击。

在信息经济时代，新的规则还会使会计师事务所丧失为满足商业需要而继续改善提高服务手段的能力和动机。在以技术信息为驱动力的现代经济中，保持这些重要的服务手段对美国企业——无论是大企业还是小企业，都是很重要的。

最后，我们认为这个议案对于企业所能享受的服务的质量也有负面影响。如果要求审计师完全摒弃进行非审计业务时所需要的专业技术，事务所就会因为得不到中肯合适的信息而弱化它们的审计效果。

小企业是美国经济的动力，目前的经济增长大部分是由小企业带动的。不全面考虑新的规则对整个国家小企业带来的冲击就推进规则的实施，这是很不负责任的。我们要求推迟规则的制定，直到规则实施对小企业的影响得到充分的论证。

总体上说，我们对这样一个涉及范围甚广的法规是否有必要持怀疑态度。我们认为在有事实能证明问题出现的时候，再实施议案中的规则来进行干预也为时不晚。最近由证券交易委员会认可的审计效率专门小组进行的研究表明，会计行业基本上是可靠的。该专门小组的研究结果还表明，没有证据证明向审计客户提供非审计服务会降低审计质量。根据这些结果，很难理解在如此大的范围内进行规则调整的必要性。

而且，我们对该议案认为向审计客户提供非审计服务会导致内在利益冲突的观点表示关注。证券交易委员会的规则中没有引用任何经验证据和分析结果来展示非审计服务和审计质量之间的负面相关性。事实上，最近由著名的公共监督委员会近期的调查得出的结论表明，他们没有看到有“任何事例显示非审计服务会导致或有助于审计作假以及审计师实际独立性的丧失”。

我们关注的还有，证券交易委员会在新的披露要求刚刚开始实施，就要推动实施新规则的计划，禁止会计业提供各项非审计服务。去年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独立准则委员会采纳了一项要求，审计师每年必须向审计委员会批露审计事务所和客户之间的任何可能影响到审计师独立性的关系。同样，证券交易委员会和主要的证券交易所最近都采纳了新的规则，要求股东签署的代理委托书就审计师独立性问题进行更多的批露。

政府对企业提供的服务做出限制性规定是和自由市场体系相违背的。因此，在对市场进行完全的干预之前，让目前以市场为基础的改革有充分的时间来发挥其作用，这样的做法会更容易让人接受。

从制定程序方面来看，我们认为这个议案75天的评议期限传外界，对议案进行充分的评议是不够的。另外，这么短的评议期其结果将是消极的，违背《小型企业鉴管稽查与公平法案》。这个议案很复杂，审计师在没有这些限制的情况下，已经有效地工作了很多年。我们认为证券交易委员会在没有经过充分的评议和研究之前，不必急于实施这些重要限制。此议案是将造成重大冲击的法规，因此必须给予公众机会，让他们积极参与评议，经过深思熟虑后才可推出。而为期75天的评议期要想达到这样的目标是不够的。因此，我们建议延长评议期。

主席先生，因为如上所述的理由，我们迫切希望您能重新考虑如何实施如此影响广泛的法规。至少，我们敦促您能将评议期延长至2001年12月31日，并充分分析规则将对美国小企业造成的冲击。

忠诚的

代表 尼迪阿·M·维拉兹奎兹

代表 多纳德·A·曼祖罗

代表 朱厄妮塔·米伦德—麦克唐纳

代表 丹·伯顿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代表 丹妮·K·戴维斯

代表 卡罗琳·麦卡锡

代表 威廉姆·帕斯克雷尔

代表 鲁宾·欣诺加萨

代表 多纳·克里斯蒂安—克里斯坦森

代表 斯蒂法妮·塔布斯—琼斯

代表 戴维·D·费尔普斯

代表 布赖恩·贝尔德

代表 马克·尤德尔

代表 罗斯科·G·巴特利特

代表 菲尔·英格利希

代表 汤姆·莱瑟姆

代表 汤姆斯·E·皮特里

代表 罗伯特·A·布拉迪

代表 丹尼斯·穆尔

代表 查理斯·A·冈萨雷斯

代表 格雷斯·F·纳波利塔诺

代表 谢利·伯克利

代表 杰伊·英斯利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在审计独立规则之战接近尾声的时候，国会成员威胁说要使用最后的杀手锏：金钱的力量。如果证券交易委员会一意孤行，共和党立法人员说他们就要通过一项法律禁止证券交易委员会将任何资金用于这项规则的实施。在证券交易委员会的独立性面临生死攸关的时刻，我需要来自国会和白宫更高层的支持。这封信是由参议院的主要领导人汤姆·达施勒（南达科他州的民主党人）当时写给克林顿总统的。在信中，他请求总统对那些妄图阻止证券交易委员会的企图进行反击。后来白宫发表了一项声明，就国会对证券交易委员会规则制定过程的干预表示强烈反对。

美国参议院
民主党领导人办公室
华盛顿特区，20510－7020
2000年9月29日

总统先生
白宫
华盛顿特区，20502

亲爱的总统先生：

证券交易委员会目前正在考虑制定一项重要的关于国内会计行业独立性规则。最近我与其主席阿瑟·莱维特进行了会面，他对正在说服国会成员通过拨款追加条款来限定证券交易委员会权限的企图表示担忧。这类立法对于美国投资者来说是个威胁，对于一个独立监管机构的工作也是不适当的侵犯。

对于证券交易委员会的规则议案有不同意见是很正常的。莱维特主席感到失望的是，反对这个议案的事务所没有寻找机会与证券交易委员会进行交流，却把他们的主要资源用于立法上，以此限制证券交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易委员会的权限。

我将反对类似的立法，并恳请白宫出面反对阻碍证券交易委员会推出这项保护投资者法规的企图。

忠诚的

Tom Daschle

汤姆·达施勒
美国参议院

抄送：约翰·波德斯塔
吉恩·斯珀林
杰克·卢
布鲁斯·林赛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术语表

AICPA：美国注册会计师协会。该协会拥有33万名注册会计师负责美国上市公司财务报表的审计业务。

Amex：美国证券交易所。

amortization（摊销）：在财务报表中作为费用来反映诸如专利、商标和版权等无形资产的成本的一部分，一般是在“待摊费用”科目下记录。

analyst（分析师）：指那些研究分析某一特定行业的上市公市的经营状况，并向投资者提出买入或卖出建议的人。他们受雇于经纪公司时，被称为“卖方”分析师；受雇于共同基金时，被称为“买方”分析师。

appreciation（升值）：指资产价值的增加。

asset（资产）：具有货币价值的任何财产，如不动产、存货、应收账款。在公司资产负债表中列出，分为有形资产（厂房、设备、现金）和无形资产（不具有实物形态的资产，如版权、专利、品牌价值）两种。

asset allocation（资产分配）：以投资者的年龄、投资目标、时间结构和风险承受能力为基础，对投资者资金在股票、债券、不动产、现金或其他投资项目之间进行分配的过程。

balance sheet（资产负债表）：公司财务报表的一部分，主要用于反映企业在特定时点的资产、负债和所有者权益的状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

benchmark（基准）：将一组股票和债券的业绩综合起来作为衡量共同基金或其他投资项目投资收益的标准。广泛运用的基准如道琼斯工业指数（在纽约证券交易所上市交易的30家蓝筹股的综合指数），罗素2000指数（代表中小企业）和威尔夏5000指数（代表各种规模的公司）。

bond（债券）：由政府或公司发行的需偿还的证券。投资者购买债券相当于借钱给债券发行者，可以在预定的时间收回本金并获得特定期间的利息收入。大部分的债券都由独立的评级机构划分等级。如果某个公司发行的债券没有投资价值，就会被称为垃圾债券。由联邦政府发行的债券称为国库券，由城市或地方政府发行的债券称为市政公债。

broker（经纪人）：针对股票、债券、共同基金或其他投资项目向投资者提出建议，并以代理人身份代表投资者进行买卖交易的人。大部分经纪人都会收取佣金，或者根据交易的金额收取一定百分比的费用，只有一小部分的经纪人根据客户的账户余额收取手序费。

capital gain（资本收益）：投资项目原始购买价格与售出价格的差额。

capitalization（资本总额）：公司股票、长期负债和留存盈余（或者是未对股东分红前的盈余）的总额。

cash flow（现金流）：在一季度或一年内，公司现金的流入和流出，由公司现金流量表来反映。根据扣除折旧、摊销以及其他非现金支付之前的盈余来核算。

churning（炒单）：指经纪人为了增加佣金收入就客户的账户进行过量的交易。

closed-end fund（封闭基金）：共同基金的一种，公开发行固定的股份并进行公开交易。根据投资者需求的变化，此类基金的股价也像公司股价一样浮动。

commission（佣金）：投资者支付给经纪人的费用，经纪人会向投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者提供买卖股票、证券、共同基金或其他投资项目的建议和帮助。

common stock（**普通股**）：上市公司发行的使股东拥有普通投票权（同股同权）的股票。如果有多余的盈余进行分红，普通股的持有者有权得到分红。

compounding（**复利计算法**）：数学计算方法的一种，用这个方法来计算投资收益时，上期的收益在下期也会产生收益，这样在一定时期之后，投资价值会有明显的增加。

当日交易者（day trader）：通常是通过在线经纪人进行买卖证券以期从证券价格微小的变动中获利的个人投资者。当日交易者不是长期投资者，通常在每天交易结束之前抛售其所持有的股份。

debenture（**债券**）：无抵押的债务，其偿还完全取决于借款人的一般还款能力。

debt-to-equity ratio（**债务对权益比率**）：公司长期负债与所有者权益（资产减去负债）之比。一般来说，这个比率越高，风险就越大。

defined-benefit pension（**固定收益的养老金计划**）：公司养老金计划，计划中注入资金的多少由员工为企业服务的年限和平均工资水平决定，该计划完全由老板出资、决定投资方式并承担所有的风险。

defined-contribution pension（**固定缴款的养老金计划**）：公司养老金计划，计划内的资金由公司员工缴纳的资金数额和该账户的投资收益决定（通常情况下，老板也会对应员工的缴款进行相应的出资），员工决定方案中资金的投资方式，不过通常被限制在老板提供的选择范围内，全部的风险由员工来承担。

depreciation（**折旧**）：在特定期间，被当做费用来反映的有形资产成本的一部分。

derivative（**衍生物**）：金融工具的一种，例如期权或者是期货合同。其价格是根据另外一个所投资的证券价值派生而来的。

distribution fee（**销售费用**）：共同基金每年的广告费用和市场推广工作的费用。在证券交易委员会规则下，此项费用也被称为12b-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（12条b款1项）费用。对于不收取手续费的基金，此项费用不得超过基金资产总额的0.25%。

diversifaction（分散投资）：通过投资于不同的证券或不同的行业来降低风险，更简单地说就是不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里。

dividend（红利）：公司分配给股东的盈余，通常于每季发放。

dollar-cost averaging（美元成本平均法）：不考虑市场行情是看涨还是看跌，定期投资固定数额的资金。财务顾问推荐此法，作为以较低的价格买进证券的方法。

earnings（盈余）：公司在支付账款、应缴税款、职工工资和其他费用之后所剩余的资金。公司通常要在每个季度末和会计年度结束时发表盈余报告。在向证券交易委员会申报时称之为“净收入”，同时也是按照《公认会计原则》计算的收入数额。

earnings per share（每股收益）：用盈余除以在外流通的普通股股数，告诉投资者公司发行的股票平均每股收益是多少。稀释后的每股收益等于盈余除以包含可执行股票选择权在内的所有股数。

EBITDA：公司在支付利息、税款、计提折旧和摊销之前的盈余，有时也称未含利息课税折旧及摊销的盈余。也称为“预估的”或“大概的”收入，它不符合《公认会计原则》。高负债的公司倾向于使用EBITDA，因为这样可以使盈余看起来比实际的状况好一些。

ECN：电子交易系统。进行买卖撮合的交易电子市场，非常类似股票交易所，但交易通常能在不到1秒钟的时间完成，且交易成本低。

EDGAR：电子数据采集、分析及检索系统。美国证券交易委员会的数据库，向投资者提供上市公司季报和年报的在线查询。

equity（股本）：上市公司的股票所有权。也是在公司资产负债表中列出的所有者所有权的价值。

ERISA：1974年的《雇员退休收入保障法》，是用来规范私人退休金方案的主要法案，其中有一系列标准规定了合法投资的行为，包括可容许的投资操作的主要法律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

exchange-traded fund，ETF（交易所交易基金）：在交易所交易的股票组合，具有指数基金的单纯，也具有股票的弹性。流行的交易所交易基金之一是纳斯达克100，它包括100只最大的纳斯达克股票，简称“QQQ”。交易所交易基金由计算机软件控制，人为干预很少，很受投资者的喜爱。QQQ跟踪纳斯达克的前100家非金融公司。QQQ自其问世以来，已成为世界上交易量最大的证券。与共同基金的不同点在于，交易所交易基金可以全天进行交易。

expense ratio（费用比率）：用它来表示共同基金每年的运作成本，以占基金资产的百分比来表示。在基金招募书中会批露一年中投资者持有基金股份的成本，包括所有连续发生的费用，但是不包括销售费用，因为销售费用是一次性付清的。

FASB：财务会计准则委员会。负责制定和解释《通用会计原则》的民营团体。《通用会计原则》是证券交易委员会要求公司向其申报财务结果时所要遵循的会计准则。

fiduciary（受托人）：代表他人做出投资决定的个人。负有以委托人利益最大化为目标进行投资决策的义务。

financial planner（财务策划师）：经过专门培训以帮助他人做出投资决策并收取服务费用的人。

fixed-income securities（固定收益证券）：债券的代名词，指在债券发行时债券利率是固定的。

floor broker（场内经纪人）：在证券交易所大厅内工作的专业人士。“券商”的场内经纪人任职于经纪公司（像美林证券），为公司和客户进行交易。“独立”的场内经纪人是为自己、共同基金、小规模的经纪公司或旺季时的大券商进行交易。

401（k）计划〔401（k）plan〕：由公司支持的个人退休金计划，在此计划中，员工扣缴部分工资到一个可延迟纳税的账户。对应员工在账户中的缴款，公司也注入相应的资金。

Form 10-K（10-K表）：美国证券交易委员会文件名称。美国上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市公司向证鉴会申报的年度。包括资产负债表、损益表、现金流量表以及对公司运营状况和结果的说明。

Form 10-Q（10-Q表）：美国上市公司向证券交易委员会报送的季报。

GAAP：《通用会计原则》。公司在向证券交易委员会申报财务报表时要遵循的会计准则。

goodwill（商誉）：公司在收购其他公司时，为被并购的资产支付的超出资产公允市场价值的额外费用。常常代表公司商标、市场份额和客户关系的价值。

growth stock（成长股）：增长速度超过行业平均水平的公司股票。成长股一般不分红。成长基金是投资于成长股的共同基金。

guaranteed investment contract（投资保证合同）：由保险公司提供的投资工具，通常为公司退休金或分红计划而设计，保证在合同期内享有一定投资报酬比率。

hedge fund（对冲基金）：服务于富有投资者的私募基金，不受证券交易委员会的监管。使用更多的投机策略，比如卖空（在预计大盘下挫时融通借入股票）和用借入的资金进行投资。该基金无须披露其持有情况和策略，因此很难预测风险。

hedging（套期保值）：降低风险的策略，以放弃未来收益为代价来锁定现存收益。

ICI：投资公司学会，代表美国共同基金公司的行业协会。

income statement（损益表）：财务报表的一部分，用以表明公司在上一季度或上一年的经营状况，也称为“经营表”，主要由收入和费用两部分组成，表的最后一行是净收入或利润。

index fund（指数基金）：投资于所有或具有代表性的一组被当做基准的股票，例如标准普尔500指数。基金的投资目的是达到基准股票的收益。

initial public offering，IPO（首次公开发行新股）：公司第一次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公开发行股票。

institutional investor（**机构投资者**）：主要指退休基金和共同基金。

investment adviser（**投资顾问**）：也称为财务顾问。是任职于退休基金和共同基金的个人或组织，就关于买卖何种证券和分配资产的方式向投资者给出建议。

investment bank（**投资银行**）：银行的一种，主要业务是向公众出售公司债务和股权，辅助公司兼并和收购，起草上市公司研究报告。许多投资银行也设有证券经纪部门，主要是为自己、机构客户和零散的投资者进行股票和证券交易。

Investment Company Act of 1940（**1940年《投资公司法》**）：规范美国共同基金的联邦法律，由证券交易委员会实施。

issuer（**发行者**）：向公众出售债券和股票的公司、政府代理机构和市政当局。

leverage（**杠杆作用**）：利用负债增强投资能力的作用。

liability（**负债**）：未清偿的债务。

limit order（**限价定单**）：股票交易中，投资者指定价格的委托定单。

liquidity（**流动性**）：对投资者来说，指的是迅速得到用于投资的资金的能力；在股票市场中，指公众对特定股票的成交量。

loads（**手续费**）：投资者购买共同基金股份时付出的一次性的手续费。一般由经纪人决定。前收手续费（front-end load）在申购基金时支付并从投资者初始投资额中扣除；后收手续责（book-end lood）也称为延期手续费，是在卖出基金时支付。

margin account（**证券交易中的顾客保证金账户**）：进行现金交易时从经纪公司借人资金以买人更多的股票，客户账户中的股票作为借人资金的担保。如果账户的净值下降，经纪公司可以不经客户允许卖出股票来抵补借款。

market capitalization（**市场总值**）：以美元来核算的公司在外流通股票的总价值。即以在外流道的股数乘以现行市价，也称之为市价价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

market-maker（**做市商**）：在纳斯达克市场中充当中间商的经济实体，用自己账户买入和卖出股票。做市商也称为自营商，对特定的股票定出买入价和卖出价且必须按此价格交易。

market order（**市价指令**）：证券交易中不指定价格的委托指令，只是让经纪人以市场当前的价格进行买卖交易。

market timing（**市场时机选择**）：一种以预测市场行情为主要内容的投资策略。目的是在市场行情看涨之前买入，在市场行情回落之前卖出，但是一般情况下对市场时机选择的预测并不奏效。

mark-to-market（**逐日盯市**）：以最近的市场价格为基础计算一项资产目前的价值。

money market fund（**货币市场基金**）：只投资于短期工具而不是股票和债券的一种共同基金。这些短期工具包括商业票据、银行承兑汇票、回购协议。

Moody's（**穆迪**）：穆迪投资者服务公司，是对公司和机构做债券信用评级的公司。

mutual fund（**共同基金**）：各种证券组合，投资者可购买股份。由专业投资顾问选择基金持有的股票、债券、货币市场工具，以达到一定的投资目的。

Nasdaq（**纳斯达克市场**）：美国的股票市场，也称为场外交易的股票市场，很快将要从全美证券交易商协会独立出来。在纳斯达克市场中，交易通过计算机网络，而非交易大厅，自营商和做市商是买入者和卖出者的中间人。在纳斯达克市场上市交易的股票大多数是高科技公司。

NASD Inc.：全美证券交易商协会，是美国经纪人和自营商的行业团体，也是制定行为准则的自律性组织。目前全美证券交易商协会是纳斯达克市场的所有者和监管者，但正计划将纳斯达克市场独立出去。纳斯达克管理公司是此协会下设的执行机构。

net asset value（**净资产值**）：共同基金减去负债后的市场价值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以每股平均价值表示。共同基金以每天的基金资产净值为基础出售和赎回股份。

net income（**净收入**）：根据《公认会计原则》在损益表中显示的金额。表明公司每季度或每年的财务盈亏，在损益表中最后一行呈现。

no-load fund（**免佣基金**）：不收取任何销售手续费用或者是收取不超过净资产0.25%的分摊费用的共同基金。

NYSE：纽约证券交易所，也称为大交易所。和纳斯达克市场的不同之处在于，纽约证券交易所的交易集中在交易大厅，由专家经纪人充当中间商来保证买卖交易的顺利进行。

open-end fund（**开放式基金**）：随时可供投资者赎回持有股份的一种共同基金。

operating earnings（**营业收益**）：没有扣除如重组费用这样的非经常性损益的净收益。此核算方法不符合《通用会计原则》。

operating expense（**营业费用**）：公司运营的成本。

option（**期权**）：一种投资工具。持有者有权但可不执行在未来某特定时间以特定价格买卖股票。投资者可以卖出他们所有的股票购买权和出售权。卖出选择权（put option）代表购买者认为股票价格会跌，买进选择权（call option）代表购买者认为股票价格会涨。

penny stock（**美分股票**）：在美国通常指面值在1美元以下的投机股票。

preferred stock（**优先股**）：没有投票权的股票。但优先股的持有者和普通股的持有者相比拥有索赔权利。优先股的所有者可以定期得到分红，在公司清算时有优先受偿权。

price /earnings ratio（**市盈率**）：根据股票盈利能力决定股票相对价格的方法。其计算是用每股市场价格除以每股利润。

pro forma（**预测报表**）：也称为营业收益。是在不符合《通用会计原则》的前提下计算出的、从比较好的角度来反映公司收入的假设数字，通常不包括诸如折旧和摊销这些管理层认为对公司正常运营没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有太大影响的成本。

prospectus（**说明书**）：记录共同基金投资目标、投资风险和目前业绩的详细资料。共同基金必须保证基金的潜在购买者在决定购买基金时能看到说明书；同理，公司对外发行股票的时候，也必须向潜在的投资者提供载明公司业绩、发展目标和风险的招股说明书。

proxy statement（**代理委托书**）：公司寄给股东的年度文件，说明下一届股东年会要表决的议题。

rating agency（**评级机构**）：为公司或政府发行债券进行评级的公司，像标准普尔公司和穆迪投资者服务公司。

reserves（**准备金**）：公司为企业重组（如工厂关闭或解雇员工）而保留的资金。以抵作未来的重组费用。银行也提取准备金来弥补未来的贷款损失。有时候准备金是基于夸大的风险提取的，如果风险没有预测的那么大，它就会夸大未来的收入。

return on assets（**资产收益率**）：计算公式是用净收入除以资产总额，是用来衡量资产盈利能力的指标。

return on equity（**股东收益率**）：计算方法是用净收入（分红前的收入）除以股东权益。是用来衡量公司普通股盈利能力的指标。

revenue（**收入**）：在向消费者售出产品和提供服务时，收到或预期能收回的钱。

SEC：美国证券交易委员会。对证券交易所、共同基金、经纪人、自营商以及公司股票和债券的发行与销售进行监管的独立机构。

secondary offering（**二次发行**）：已上市的公司为了筹集更多的资金再次发行新股的活动。

self-regulatory organization，SRO（**自律组织**）：通过制定和执行行为准则对整个行业和单个成员的行为进行监管的团体。自律组织的规则要经过证券交易委员会的批准，证券交易委员会对自律组织规则的实施进行监督。美国证券交易商协会和纽约证券交易所都是自律性质的组织。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

shareholders' equity（**股东权益**）：股东拥有的对公司资产的要求权。在资产负债表中，用总资产减去负债的余额就是股东权益。

SIA：证券业协会。代表了有75万从业人员的经纪公司、投资银行和投资公司的商业团体。

specialist（**专家经纪人**）：专业中间商。在纽约证券交易所的交易大厅对特定股票以拍卖人的身份进行买卖撮合。

spread（**价差**）：自营商买入股票或债券的价格与卖出价格之间的差额。

stock options（**股票期权**）：以预定的价格购买公司一定数量股票的权利。该预定价格也称授予价格，一般是股票期权发行日的市场价格。

total return（**总收益**）：假定分红用于再投资，通常是在至少1年的时间内，用百分比来表示的一项投资价值的变动。

trader（**交易商**）：任职于华尔街证券的专业交易人员。他们买卖股票不为长期投资，而是利用市场价格的微小变动和价差获利。

Treasurys（**国库券**）：美国联邦政府发行的为其债务融通资金的债券。短期国库券的期限为1年或1年以内，中期国库券的期限为1~10年，长期国库券的期限为10年以上。

12b-1 fee（**12b-1费用**）：以证券交易委员会的一个法则命名。共同基金所收取的用以弥补基金发售成本的费用。这些成本包括广告、市场推销和代理人的佣金。

underwriter（**承销商**）：帮助公司向经纪人和投资者发行债券或股票的组织，通常指投资银行。

valuation（**估价**）：对整个公司的资产或一支股票所代表的资产进行估计，在进行估价时，分析家要用到资产回报率和市盈率。

Value stock（**价值型股票**）：对投资者已无吸引力的股票，其价格低于同类股票。也可能会给投资者带来绝佳的收益。

variable annuity（**可变年金**）：作为退休计划出售的保险合同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其投资组合总价值随着投资组合中各项资产价值变化而变化。

venture capital（**风险资本**）：用来资助新创业公司的资金。新创业公司虽然有高风险，但也有潜在的高收益。

volatility（**波动**）：股票、债券、共同基金或参考指数的价格波动。一般说来，交易频繁的证券，波动较小，最高价与最低价之间的差距也越小。

Wall Street（**华尔街**）：原指下曼哈顿纽约证券交易所、美国证券交易所和其他许多投资银行坐落的地理区域，现指整个投资界。

write-down（**冲销**）：指一项资产的价值下降，低于当初在资产负债表中所列的价值。

yield（**收益率**）：付给普通股票持有者的分红或者是付给债券持有者的利息。

zero-coupon bond（**无息债券**）：以大大低于面值的价格出售但是无须支付利息的债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

散户至上 / [美] 莱维特等著；陈剑萍等译. —北京：中信出版社，2005.1
书名原文：Take on the Street
ISBN 7-5086-0358-3
Ⅰ. 散… Ⅱ. ①莱… ②陈… Ⅲ. 股票-证券交易 Ⅳ. F830. 91
中国版本图书馆CIP数据核字（2004）第121819号

Take on the Street by Arthur Levitt
Copyright ©2002 by Arthur Levitt
Chinese（Simplified Characters Only）Trade Paperback Copyright©2004 by CITIC Publishing House.
This edition published by arrangement with Pantheon Books, a division of Random House, Inc.
ALL RIGHTS RESERVED.

散户至上

SANHU ZHISHANG

著　　者：[美] 阿瑟·莱维特　葆拉·德怀尔
译　　者：陈剑萍　严莉　　审校：李　为
责任编辑：李　耀
出 版 者：中信出版社（北京市朝阳区东外大街亮马河南路14号塔园外交办公大楼　邮编　100600）
经 销 者：中信联合发行有限责任公司
承 印 者：北京忠信诚胶印厂
开　　本：787mm×1092mm　1/16　　印　　张：20.25　　字　　数：265千字
版　　次：2005年1月第1版　　印　　次：2005年1月第1次印刷
京权图字：01-2003-1733
书　　号：ISBN 7-5086-0358-3/F·823
定　　价：28.00元

版权所有·侵权必究
凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。服务热线：010-85322521
http://www.publish.citic.com　010-85322522
E-mail:sales@citicpub.com
author@citicpub.com

ED-S00H928X1392060906B/H

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Take on the Street

《纽约时报》、《金融时报》、《华尔街日报》

联合推荐

莱维特的良心建议：

◎ 分析师的建议绝对不该是你买卖股票的决定因素。没错，你应该阅读分析师的研究报告，这些报告是你研究股票的起步，但它只是一项信息来源。

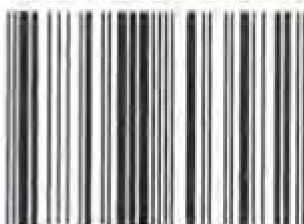
◎ 别迷信大牌基金经理人。基金公司有时会以知名的基金经理人为卖点成立基金，但多数经理人会在一到两年内回归平淡。

◎ 投资人应该铭记，最友善的公司往往是最关心股东的公司。开诚布公的企业会尊重投资人，也比较重视提升股东报酬。

◎ 最能改变公司经营者、会计师和董事会做法的，就是投资人的预期心理。如果公司财务报告一有不对，你就杀出卖掉股票，公司便不得不做出改变。

在我所见过的人中，能称得上是中小投资者真正朋友的，非前任证券交易委员会主席阿瑟·莱维特莫属。他的目标是坚定不移地让市场为所有投资者的利益服务，不论其投资规模的大小。

——沃伦·巴菲特



www.publish.citic.com

ISBN 7-5086-0358-3/F · 823
定价：28.00元